

Tilburg University

De monetaire betekenis van de eurodollarmarkt

Roij, Gerardus Peter Lambertus van

Publication date:
1973

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
Roij, G. P. L. V. (1973). *De monetaire betekenis van de eurodollarmarkt*. [, Tilburg University]. [s.n.].

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

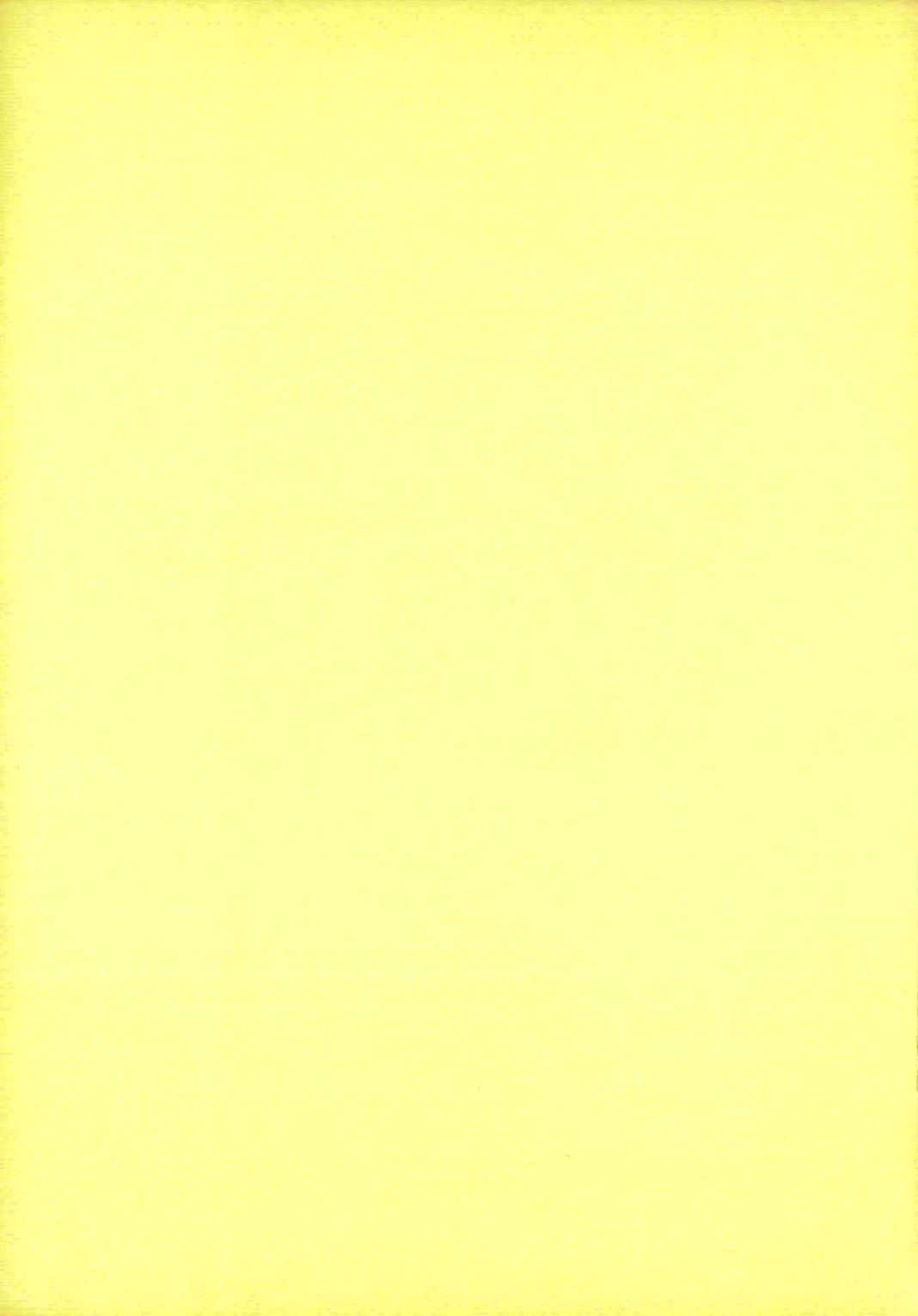
- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

**De
monetaire
betekenis
van de
eurodollarmarkt**

G.P.L. van Roij



DE MONETAIRE BETEKENIS VAN DE EURODOLLARMARKT

Proefschrift

ter verkrijging van de graad van doctor in de economische wetenschappen aan de Katholieke Hogeschool te Tilburg, op gezag van de Rector Magnificus, Prof.Dr.Ir. G.C. Nielen, in het openbaar te verdedigen ten overstaan van een door het College van Dekanen aangewezen commissie in de aula van de Hogeschool op donderdag 29 november 1973, des namiddags te 17.00 uur,

door

Gerardus Peter Lambertus van Roij

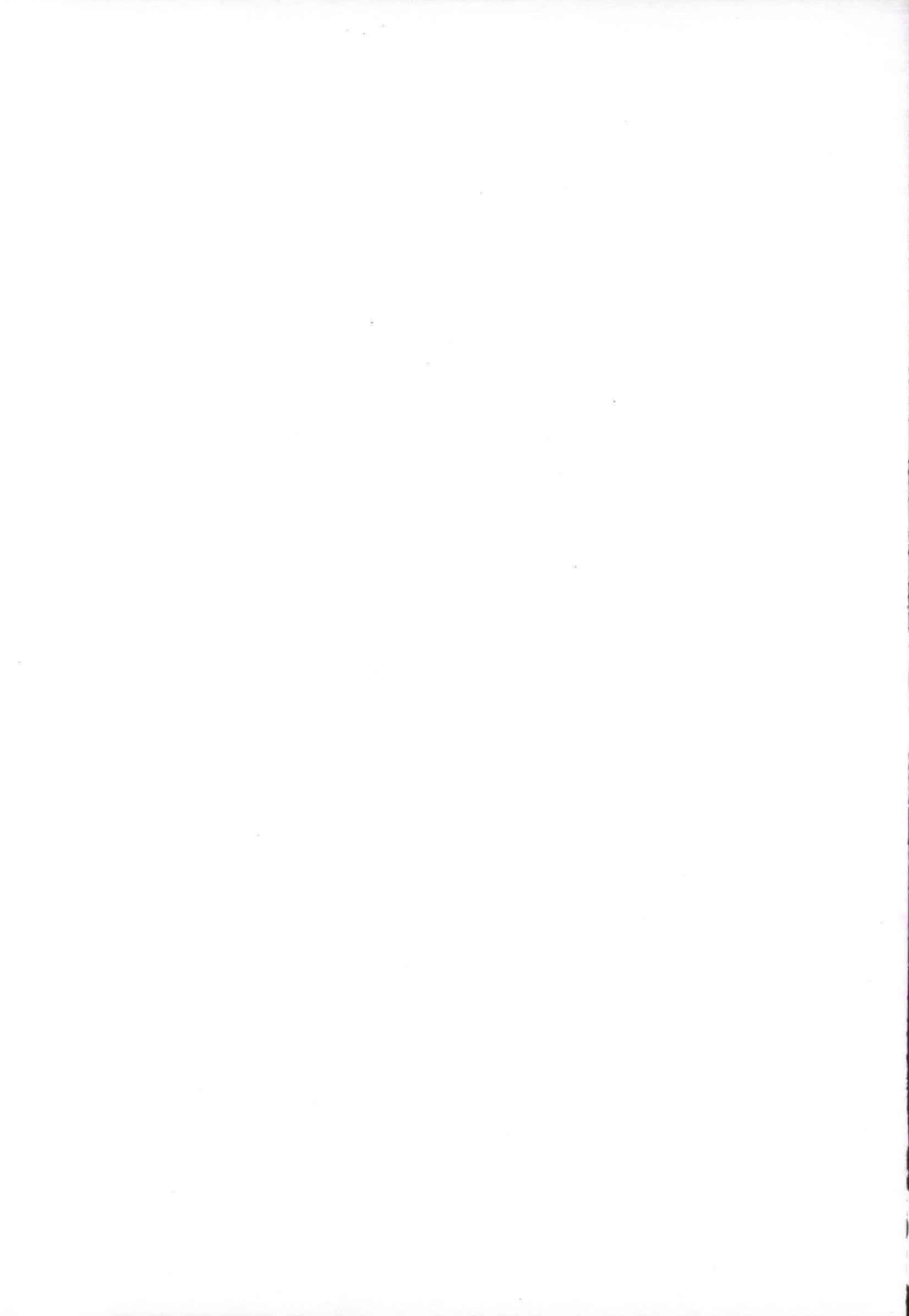
geboren te Roggel



Promotor: Prof. Dr. H.W.J. Bosman.



Aan Truus, René en Roel.



VOORWOORD

Bij de afsluiting van deze studie wil ik gaarne mijn dank betuigen aan mijn promotor Prof. Dr. H.W.J. Bosman voor de steun, die ik van hem mocht ondervinden, en voor de sympathieke begeleiding die ik heb gehad, bij het schrijven van dit proefschrift.

Ook mijn collega's, Drs. J.J. Sijben, Drs. J.A. Koning, Drs. F.A. Engering en Dr. A.W.J. van de Gevel, ben ik zeer erkentelijk voor hun stimulerende belangstelling en hun kritische opmerkingen.

Mijn dank gaat eveneens uit naar mevrouw M. de Swart-van de Leur, die het manuscript uittipte, en naar de heer A. van Helfteren voor het tekenen van de grafische voorstellingen. Tenslotte wil ik de heer F. Smulders van de N.C.B.-Interpolis bedanken voor de technische afwerking van dit proefschrift.

INHOUD

VOORWOORD	
INLEIDING	V
HOOFDSTUK I.	
BESTAANSOORZAKEN, KENMERKEN EN ONTWIKKELING VAN DE EURDOLLARMARKT	1
Inleiding	1
1. Begripsvorming, de relatie tussen Eurobanken en Amerikaanse banken en enkele technische aspecten van de Eurodollarmarkt	1
1.1. <i>Definities</i>	1
1.2. <i>De technische relatie tussen Amerikaanse banken en het Eurobankwezen</i>	7
1.3. <i>Londen als centrum van de Eurodollarmarkt; enkele kenmerken van Eurodollars en Euro- dollarkredieten</i>	10
2. Bestaansvoorwaarden voor externe depositomarkten; de relatief grote betekenis van de dollar op de Eurovalutamarkt	15
2.1. <i>De betekenis van internationale renteverschil- len voor het bestaan van externe depositomarkten</i>	15
2.2. <i>Rentevoorwaarden op de Eurodollarmarkt</i>	18
2.3. <i>De U.S. dollar als internationale valuta en de betekenis hiervan voor de Eurodollarmarkt</i>	28
2.4. <i>De betekenis van enkele andere specifieke fac- toren voor het ontstaan van de Eurodollarmarkt</i>	41
3. De Eurodollarmarkt als een nieuwe internationale geld- markt	44
3.1. <i>De traditionele en de nieuwe internationale geld- markt</i>	44
3.2. <i>De marktpartijen op de Eurodollarmarkt</i>	47
4. De groei van de Eurodollarmarkt	54
4.1. <i>De statistieken van de Bank voor Internationale Betalingen</i>	54
4.2. <i>De oorzaken van de groei van de Eurodollarmarkt</i>	61
4.3. <i>Het gebruik van de Eurodollarmarkt door het Amerikaanse bankwezen in de zestiger jaren</i>	70

HOOFDSTUK II.

DE EUROSOLLARMARKT EN HET BESCHIKBARE KREDIET- POTENTIEEL VOOR NIET-BANKEN

Inleiding

1. De interbancaire kredietverlening

1.1. Oorzaken

1.2. De betekenis van de interbancaire krediet- verlening voor niet-banken

2. Eurobanken als geldscheppende en kredietbemidde- lende instituties

2.1. Geld-, krediet- en depositomultiplicatoren

2.2. Het Eurobankwezen en de Eurodollarkrediet- multiplicator

3. De invloed van de Eurodollarmarkt op de omvang en de benutting van het beschikbare kredietpotentieel voor niet-banken

3.1. Veronderstellingen

3.2. De betekenis van de verschillende financie- ringsbronnen voor Eurodollardeposito's

3.3. Een globale kwantitatieve benadering van de invloed van de Eurodollarmarkt op het be- schikbare kredietpotentieel

HOOFDSTUK III.

DE EUROSOLLARMARKT EN DE TEKORTEN OP DE AMERIKAANSE BETALINGSBALANS

Inleiding

1. Enkele betalingsbalansconcepties in de Verenigde Staten

1.1. Autonome en accommoderende betalingsbalans- posten

1.2. De "balance on official reserve transactions basis" en de "balance on liquidity basis"

2. De betekenis van de Amerikaanse betalingsbalans-tekorten voor de Eurodollarmarkt	136
2.1. <i>De tekorten als bestaansoorzaak en als een groei-stimulerende factor</i>	136
2.2. <i>De Amerikaanse betalingsbalansstekorten als een bestaansvoorwaarde en als een beperkende factor voor de omvang van de Eurodollarmarkt</i>	141
3. De invloed van de Eurodollarmarkt op de Amerikaanse betalingsbalans	149
3.1. <i>De Eurodollarmarkt en het niet-officiële buitenlandse dollarbezit</i>	149
3.2. <i>Een globale kwantitatieve benadering van de invloed van de Eurodollarmarkt op de Amerikaanse betalingsbalans</i>	161
3.3. <i>De Amerikaanse betalingsbalans, de Eurodollarmarkt en de omvang der internationale monetaire reserves</i>	167

HOOFDSTUK IV.

DE EURODOLLARMARKT EN DE EFFECTIVITEIT VAN HET MONETAIRE BELEID

Inleiding	172
1. Internationale kortlopende kapitaalbewegingen en de Eurodollarmarkt	172
2. Een eenvoudig model van de prijsvorming op de valutamarkt	177
2.1. <i>Veronderstellingen</i>	177
2.2. <i>Internationale rente-arbitrage</i>	178
2.3. <i>Valutaspeculatie</i>	183
2.4. <i>Internationale handel</i>	186
2.5. <i>Het simultane evenwicht op de contante markt en de termijnmarkt bij vrije en bij vaste wisselkoersen</i>	187
3. Kapitaalmobiliteit en monetair beleid	193
3.1. <i>Monetair beleid bij absoluut vaste wisselkoersen</i>	193

3.2. <i>Monetair beleid bij een wisselkoerssysteem met een bepaalde schommelmarge</i>	196
3.3. <i>Beperkingen</i>	203
3.4. <i>Valutatermijnpolitiek en selectieve maatregelen ten aanzien van het kortlopende kapitaalverkeer in enkele Europese landen</i>	209
HOOFDSTUK V.	
DE CONTROLEPROBLEMATIEK VAN DE EURODOLLARMARKT	218
Inleiding	218
1. De stabiliteit van de Eurodollarmarkt	218
1.1. <i>Liquiditeitsrisico's</i>	
1.2. <i>Beoordeling</i>	220
2. Controlemotieven vanuit monetaire gezichtspunten	224
2.1. <i>De belangrijkste monetaire consequenties van de Eurodollarmarkt</i>	224
2.2. <i>Controlemogelijkheden</i>	226
SAMENVATTING	233
GERAADPLEEGBE LITERATUUR	240

INLEIDING

Tegen het einde van de jaren vijftig ontstaat, tegelijk met het herstel van de convertibiliteit van de West-Europese valuta's, de Eurodollarmarkt, een markt voor dollardeposito's buiten de V.S., waarvan het centrum gelegen is in Londen. In zijn beginjaren is de Eurodollarmarkt meestal gezien als een tijdelijk verschijnsel. Een verklaringsgrond hiervoor is vaak het bestaan van de Regulation Q in de Verenigde Staten, die de concurrentiemogelijkheden van het U.S. bankwezen in vergelijking met die van de West-Europese banksystemen beperkt. In de ogen van de aanhangers van deze opvatting berust de bedoelde dollarmarkt buiten de V.S. dan ook op een vrij zwakke basis. De geschiedenis van de Eurodollarmarkt heeft de genoemde opvatting naar onze mening volledig achterhaald, maar zij is waarschijnlijk wel een belangrijke reden voor het feit dat het aantal theoretische benaderingen van de verschillende monetaire aspecten van de Eurodollarmarkt relatief gering is.

In onze studie staan centraal de belangrijkste monetaire facetten van de Eurodollarmarkt, zowel vanuit internationaal als vanuit nationaal oogpunt. Daarmee willen we niet beweren dat alle mogelijke monetaire aspecten van de Eurodollarmarkt zijn beschreven of geanalyseerd, zoals uit het onderstaande moge blijken.

In hoofdstuk I worden de bestaansoorzaken, de kenmerken en de ontwikkeling van de Eurodollarmarkt aangegeven. Daarbij komen allereerst verschillende terminologische problemen, de technische relatie tussen het Eurobankwezen en de Amerikaanse banken en de belangrijkste institutionele kenmerken van de Eurodollarmarkt aan de orde. Verder worden de bestaansvoorwaarden voor externe depositomarkten in het algemeen geanalyseerd en wordt de betekenis voor de Eurodollarmarkt van de bekende Regulation Q in de V.S. gerelativeerd. Vervolgens wordt gepoogd een verklaring te geven voor het relatief grote aandeel van de dollar in het geheel der externe depositomarkten. Tevens worden de verschillende marktpartijen onderscheiden en voor zover mogelijk hun positie op de Eurodollarmarkt in de loop van de tijd aangegeven. Tot slot van hoofdstuk I wordt de groei van

de Eurodollarmarkt met behulp van de B.I.S.-statistieken geïllustreerd; de daarvoor verantwoordelijke oorzaken worden onderscheiden en de bijzondere positie die het Amerikaanse bankwezen op het einde der zestiger jaren op de Eurodollarmarkt heeft ingenomen, wordt nader aangeduid.

In hoofdstuk II wordt de invloed van de Eurodollarmarkt op het beschikbare kredietpotentieel voor niet-banken geanalyseerd. De betekenis van het Eurobankwezen in dit verband, wordt in de literatuur vaak aangegeven met behulp van een Eurodollarkredietmultipliator. Zoals zal blijken is, geheel los van de numerieke waarde, de kredietmultipliator voor het Eurobankwezen op geen enkele wijze een aanduiding voor de mogelijke kredietcreatie die door het bestaan van de Eurodollarmarkt mogelijk is. We zullen dan ook een andere, een in theoretisch opzicht meer aanvaardbare analyse hiertegenover stellen, op basis van zowel vaste als vrije wisselkoersen. Met het eerstgenoemde wisselkoerssysteem als uitgangspunt wordt verder een globale indicatie gegeven van de mogelijke invloed van de Eurodollarmarkt op het beschikbare kredietpotentieel voor niet-banken in de wereld.

De relatie tussen de Eurodollarmarkt en de Amerikaanse betalingsbalans komt in hoofdstuk III aan de orde. Daar zal worden aangetoond dat de Amerikaanse betalingsbalanstekorten, op welke basis dan ook, geen bestaansvoorwaarde voor de Eurodollarmarkt vormen en evenmin, zoals vaak wordt verondersteld, een beperkend element zijn voor de omvang van de Eurodollarmarkt. Verder zal blijken dat de Eurodollarmarkt wel invloed uitoefent op de U.S. betalingsbalans, zowel op basis van de "liquidity" - als op basis van de "official reserve transactions" benadering. Het is in theorie denkbaar dat de Eurodollarmarkt per saldo een positieve of een negatieve invloed heeft uitgeoefend op de U.S. betalingsbalans en daarmee een gelijk gerichte invloed op de internationale positie van de dollar, zoals deze door de genoemde betalingsbalansconcepties wordt aangegeven. Er is getracht een globale indicatie te geven omtrent de feitelijke invloed van de Eurodollarmarkt in dit verband.

Gezien de nauwe relatie tussen de "balance on official reserve transactions basis" en de omvang der internationale reserves wordt tenslotte in hoofdstuk III uiteengezet op welke wijze de Eurodollarmarkt een bijdrage heeft geleverd voor de groei in de omvang der internationale monetaire reserves.

In nationaal monetair opzicht betekent het bestaan van de Eurodollarmarkt dat de monetaire autoriteiten geconfronteerd kunnen worden met omvangrijke kortlopende internationale kapitaalbewegingen. De monetaire betekenis hiervan is vooral afhankelijk van de flexibiliteit in de wisselkoersen. Op basis van een eenvoudig model, waarin simultaan het evenwicht op de contante markt en op de termijnmarkt voor vreemde valuta wordt bepaald, wordt in hoofdstuk IV geanalyseerd, op welke wijze en onder welke omstandigheden de kortlopende internationale geldbewegingen het monetaire beleid in een land kunnen versterken of ondermijnen. Daarbij zal tevens worden nagegaan in hoeverre het monetaire beleid onder verschillende omstandigheden ondersteund kan worden door valutatermijnpolitiek. Verder wordt in hoofdstuk IV nog op globale wijze beschreven hoe de monetaire autoriteiten in verschillende landen de valutatermijnpolitiek in de praktijk hebben uitgevoerd en welke selectieve maatregelen er in verschillende landen zijn genomen om de monetaire gevolgen van de korte kapitaalbewegingen te beperken of te voorkomen.

In hoofdstuk V komt het probleem van de internationale controle op de Eurodollarmarkt aan de orde. De argumenten hiervoor zijn meestal gebaseerd op de opvatting enerzijds, dat het gevaar van een liquiditeitscrisis in het Eurodollarsysteem relatief groot is en anderzijds de opvatting dat de Eurodollarmarkt ongewenste monetaire gevolgen met zich mee kan brengen. In het laatste hoofdstuk van onze studie zullen we nader ingaan op de wenselijkheid van een internationale controle op de Eurodollarmarkt en de beperkte mogelijkheden om deze te realiseren.

HOOFDSTUK I
BESTAANSOORZAKEN, KENMERKEN EN ONTWIKKELING
VAN DE EURODOLLARMARKT

Inleiding.

In de literatuur die betrekking heeft op de Eurodollarmarkt bestaat er ten aanzien van de begripsvorming geen eenduidigheid. In I.1. van dit hoofdstuk zullen we trachten verschillende essentiële begrippen te definiëren en de belangrijkste kenmerken van de Eurodollarmarkt aan te geven. Vervolgens zullen in I.2. de bestaansvoorwaarden voor het Eurobankbedrijf aan de orde komen en zal tevens gepoogd worden een verklaring te geven voor de relatief grote betekenis van de dollar op de Eurovalutamarkt. In I.3. wordt de Eurodollarmarkt vergeleken met de traditionele internationale geldmarkt en wordt een indeling gegeven van de belangrijkste marktpartijen op de Eurodollarmarkt. De groei van de Eurodollarmarkt en de hiervoor verantwoordelijke factoren komen in I.4. ter sprake.

1. Begripsvorming, de relatie tussen Eurobanken en Amerikaanse banken en enkele technische aspecten van de Eurodollarmarkt.

1.1. *Definities.*

Het is niet gemakkelijk om een duidelijke definitie van het begrip Eurodollar te geven. Vele definities in de literatuur hebben verscheidene aspecten met elkaar gemeen, maar op een of meerdere onderdelen zijn er vaak kleinere of grotere verschillen te bespeuren, met als gevolg dat met eenzelfde begrip een verschillende materiële inhoud wordt weergegeven. De oorzaken voor genoemd verschil in begripsvorming worden door Stem toegeschreven aan de snelle ontwikkelingen en veranderingen in de internationale financiële praktijken gedurende het laatste decennium en het relatief gering aantal pogingen om het verschijnsel "Eurodollarmarkt" te analyseren.¹⁾

1) C.H. Stem, *The Eurodollar System: an analysis of its credit function and impact on the international financial position of the United States*, 1969, blz. 11 en 12.

Eenzig, een van de eerste auteurs over de Eurodollarmarkt, definieert Eurodollars kortweg als "...dollars deposited with banks outside the United States".²⁾ Hij beschouwt echter de deposito's luidende in U.S. dollars bij het Canadese bankwezen niet als Eurodollars, omdat genoemd bankwezen deze meestal voor geheel andere doeleinden benut (o.a. voor belegging op de Amerikaanse geldmarkt) dan gebruikelijk is op de Eurodollarmarkt, en verder vanwege de specifieke relaties tussen de financiële systemen van de Verenigde Staten en Canada.³⁾ In de ogen van Eenzig kunnen dollardeposito's die worden aangehouden bij banken buiten de V.S. en Canada dus betiteld worden als Eurodollars.

De Bank voor Internationale Betalingen (B.I.B.) definieert een Eurodollar als "...a dollar that has been acquired by a bank outside the United States and used directly or after conversion into another currency for lending to a non-bank customer, perhaps after one or more redeposits from one bank to another."⁴⁾ Dit betekent niet dat alle dollarverplichtingen van het niet-Amerikaanse bankwezen als Eurodollars beschouwd kunnen worden. Het is bijvoorbeeld denkbaar dat een Europese bank een kortlopend krediet opneemt bij haar Amerikaanse correspondent waardoor voor eerstgenoemde bank een dollarschuld ontstaat. Deze transactie kan als zodanig geheel los staan van de eventuele Eurodollartransacties van de betreffende bank. Het is eveneens denkbaar dat een niet-Amerikaanse bank dollars belegt op de geldmarkt in New York, terwijl deze transactie als zodanig onafhankelijk is van de activiteiten van deze bank op de Eurodollarmarkt. Afhankelijk van de konkrete omstandigheden kunnen dergelijke transacties niet, dan wel in sterke mate verbonden zijn met Eurodollaractiviteiten.⁵⁾

Beschouwt Eenzig voor de afbakening van het begrip Eurodollar dus primair de passiva-zijde van een balans van een bank

2) P. Eenzig, *The Eurodollar System, Practice and Theory of International Interest Rates*, 1970, blz.1.

3) Eenzig, blz. 1 en 2.

4) Bank for International Settlements, *Thirty-Fourth Annual Report*, 1964, blz. 127.

5) Bank for International Settlements, 1964, blz. 127.

buiten de V.S. voor zover deze de dollardeposito's weergeeft, de B.I.B. schenkt ook enige aandacht aan de activa-zijde. Op welke wijze deze echter een rol speelt komt niet duidelijk naar voren. De relevante activapost behoeft in elk geval niet persé in dollars te luiden, maar dient blijkbaar wel een vordering op een niet-bank te impliceren. Daarentegen dienen de bancaire verplichtingen wel te bestaan uit U.S. dollars. Deze benadering door de B.I.B. is in verschillende opzichten problematisch. Een kwantitatieve benadering van de omvang van de Eurodollar-markt is hierbij niet eenduidig bepaald. Zowel de passiva- als de activa-zijde van de balans van het Eurobankwezen kunnen in deze visie immers als uitgangspunt dienen om de omvang van de Eurodollarmarkt aan te geven. Gaat men van de passiva-zijde uit dan doet het probleem zich voor of ook met de interbancaire deposito's rekening moet worden gehouden. Gaat men uit van de activa-zijde van de balans van het Eurobankwezen dan dient men in de B.I.B.-benadering blijkbaar alleen maar rekening te houden met de positie ten opzichte van niet-banken, los van de vraag of deze in dollars of in andere valuta luidt.

Een Eurodollartransactie is in de visie van Wayne Clendenning "...any transaction in U.S. dollars undertaken by a commercial bank operating outside the U.S. (including the foreign branches of U.S. banks) at Eurodollar rates".⁶⁾ Hoewel enigszins "circular" volgens genoemde auteur, is het aantrekkelijke element van deze definitie dat ze "...immediately eliminates from the Eurodollar system such items as drawings on lines of credit from U.S. banks and holdings of dollar deposits (such as compensating or working balances) with U.S. correspondent banks because they would have been conducted at interest rates prevailing in the U.S.". ⁷⁾ Enerzijds beperkt Wayne Clendenning het verhandelde object op de Eurodollarmarkt dus tot de dollar, anderzijds introduceert hij een nieuw element namelijk de rentevoorzwaarden waaronder de U.S. dollar op de Eurodollarmarkt wordt verhandeld.

6) E.Wayne Clendenning, *The Euro-Dollar Market*, 1970, blz.16.

7) Wayne Clendenning, blz. 16.

Reierson zoekt bij zijn omschrijving van het begrip Eurodollar meer aansluiting bij Einzig. Hij stelt: "The chief characteristic, however, is that Euro-dollars are deposits of United States dollars with banks located outside the United States, including overseas branches of American banks. Thus, Euro-dollars and other Euro-currencies represent bank deposit liabilities denominated in a currency other than the monetary unit of the country in which the bank is located; the location or residence of the depositor is not relevant".⁸⁾ Het laatstgenoemde element is daarentegen wel van betekenis bij Korteweg en Keesing. Zij stellen: "Bij de term Eurodollar gaat het niet om een speciaal soort dollar, maar om in dollars luidende tegoeden, die niet-ingezetenen van de Verenigde Staten aanhouden bij bankinstellingen buiten de Verenigde Staten".⁹⁾ Ingezetenen van de V.S. kunnen in deze visie geen Eurodollardeposito's bezitten. Een reden hiervoor wordt echter niet aangegeven bij de genoemde auteurs.

In de opvatting van Altman is de Eurodollarmarkt niet beperkt tot dollardeposito's. "Sterling deposited in Paris is traded in what is called the Eurodollar market..".¹⁰⁾ Aldus zijn bij deze auteur alle deposito's die luiden in een voor de betreffende bank(en) vreemde valuta onder Eurodollars te rangschikken.

Het voorgaande moge een indruk geven van de in het begin van deze subparagraaf gesignaleerde verschillen in begripsvorming met betrekking tot de Eurodollar. Vele definities van de Eurodollar zijn in sterke mate gebaseerd op de door Einzig gebruikte formulering zoals uit onderstaande citaten moge blijken. Holmes en Klopstock betitelen de Eurodollarmarkt als een markt waarin "...European and other foreign banks place

8) R.L. Reierson, *The Euro-Dollar Market*, 1964, blz.6.

9) S. Korteweg en F.A.G. Keesing, *Het Moderne Geldwezen; deel II, De techniek van het betalingsverkeer*, 1971, blz. 256.

10) O.L. Altman, *Eurodollars, Finance and Development*, maart 1967, blz. 9.

and accept for varying time periods deposits held at banks in the United States".¹¹⁾ Volgens Little verwijst de term "Euro-dollar" naar "...dollar balances deposited in banks outside the United States, including foreign branches of U.S. banks".¹²⁾ Het Federal Reserve System beschouwt Eurodollars als "...interest-earning dollar deposits in banks outside the United States".¹³⁾ We zullen ons bij deze definities aansluiten en de dollardeposito's die worden aangehouden bij de algemene banken buiten de Verenigde Staten als Eurodollars beschouwen. Dit houdt in dat ook de markt voor Eurodollars niet beperkt is tot Europa, maar in principe de gehele wereld, exclusief de V.S., kan omvatten. Wij zijn het met Gans eens dat men in taalkundig opzicht beter zou kunnen spreken van een externe deposito - markt in dollars.¹⁴⁾ Het begrip Eurodollarmarkt in de aangegeven ruime zin is echter algemeen ingeburgerd, zodat het ons beter lijkt om de betreffende markt niet te beperken tot Europa. Naar analogie van het voorgaande gebruikt men meestal de begrippen Eurovaluta's of Eurodeviezen voor deposito's luidende in een andere valuta dan die van het land bij wiens banken de deposito's worden aangehouden.

De vorming van een Eurodollardeposito gaat gepaard met een overdracht van U.S. dollars aan een bank buiten de V.S., die hiertegenover een verplichting luidende in U.S. dollars ziet ontstaan. De grondslag van deze verplichting is belichaamd in een deposito-overeenkomst. Dit maakt het mogelijk om het onderscheid aan te geven tussen Eurodollars enerzijds en de dollarverplichtingen die het resultaat zijn van een kredietverlening door een Amerikaanse bank aan een buitenlandse bank anderzijds. De bank buiten de V.S. die dollardeposito's accepteert

-
- 11) A.R. Holmes and F.H. Klopstock, *The Market for Dollar Deposits in Europe*, Federal Reserve Bank of New York, *Monthly Review*, november 1960, blz. 197.
 - 12) J.S. Little, *The Euro-dollar Market: Its Nature and Impact*, Federal Reserve Bank of Boston, *New England Economic Review*, mei/juni, 1969, blz. 2.
 - 13) *Euro-dollars: A Changing Market*, *Federal Reserve Bulletin*, oktober 1969, blz. 766.
 - 14) M.P. Gans, *Van Eurodollars en Yankee-Yens, enkele theoretische opmerkingen over de eurovalutamarkten*, *De Economist*, maart 1963, blz. 194.

wordt vaak betiteld als Eurobank.¹⁵⁾ Het Eurobankwezen wordt dan ook gevormd door alle banken buiten de V.S. die dollardeposito's accepteren.¹⁶⁾ De door de Eurobanken aldus verkregen middelen kunnen direkt of na omzetting in een andere valuta gebruikt worden voor het verlenen van krediet, waarvoor we de term Eurodollarkrediet zullen gebruiken. Eurodollarkrediet is dus een krediet verleend door een Eurobank met middelen die zijn verkregen als gevolg van de vorming van Eurodollars. In de literatuur is de formulering met betrekking tot de kredietverlening door het Eurobankwezen vaak bijzonder onzorgvuldig. Wayne Clendenning betitelt de kredietnemers bij het Eurobankwezen vaak als "users of Eurodollars".¹⁷⁾ Williams beschouwt de kredietverlening door het Eurobankwezen als "lending Eurodollars"¹⁸⁾ terwijl Korteweg en Keesing in dit verband de term "kredieten in Eurodollars" bezigen.¹⁹⁾ We zijn van mening dat in deze gevallen de afwijking tussen de gebruikte en de algemeen gangbare terminologie wel bijzonder groot is. Als Eurodollars dollardeposito's zijn die worden aangehouden bij het Eurobankwezen, (hetgeen bij de genoemde auteurs het geval is), dan gaat de kredietverlening door het Eurobankwezen niet gepaard met overdracht van Eurodollars aan kredietnemers. Laatstgenoemden ontvangen immers U.S. dollars of een andere valuta maar niet het betreffende dollardeposito bij de Eurobank. De dollarverplichting van de kredietverlenende Eurobank wordt immers niet overgedragen aan de kredietnemer. In het Nederlandse taalgebied spreekt men ook niet van een "krediet in termijn-deposito's" of een "krediet in spaardeposito's". Een krediet verleend door bijvoorbeeld een spaarbank impliceert echter wel een overdracht aan de kredietnemers van financiële middelen die een spaarbank door het aantrekken van spaargelden heeft verworven.

15) E.C. Williams, *The Eurodollar Market*, 1970, blz.9.

16) Aangezien we ons in deze studie beperken tot de Eurodollarmarkt kunnen we met deze definitie volstaan. Zouden Eurovalutamarkten in het algemeen onderwerp van studie zijn, dan zou in de definitie het begrip "dollardeposito's" vervangen moeten worden door "deposito's in vreemde valuta".

17) Wayne Clendenning, blz. 51 e.v.

18) Williams, blz. 16.

19) Korteweg en Keesing, blz. 257.

We menen dan ook dat termen als "lending Eurodollars" of "kredieten in Eurodollars" niet aanvaardbaar zijn ter aanduiding van de kredietverlening door de Eurobanken.

Uit het voorgaande moge blijken dat de Eurodollarmarkt uit twee deelmarkten bestaat namelijk een depositomarkt waarop het Eurobankwezen dollars vraagt en een kredietmarkt waarbij het Eurobankwezen liquide middelen aanbiedt. Het aanbod van middelen op de eerstgenoemde en de vraag naar middelen op de laatstgenoemde deelmarkt kunnen afkomstig zijn van vele soorten organisaties in alle landen van de wereld. In I.3.2. zullen we deze instellingen nader classificeren en zal worden ingegaan op de motieven, die ten grondslag kunnen liggen aan hun optreden op de Eurodollarmarkt.

1.2. *De technische relatie tussen Amerikaanse banken en het Eurobankwezen.*

Bij de vorming van Eurodollars worden U.S. dollars ter beschikking van Eurobanken gesteld. Kredietverlening door het Eurobankwezen impliceert een tijdelijke overdracht van U.S. dollars (dan wel andere valuta na verkoop van U.S. dollars door Eurobanken) aan kredietnemers. Aangezien U.S. dollars direkt opeisbare schulden zijn van het bankwezen in de V.S. worden Eurodollartransacties ook geregistreerd bij het Amerikaanse bankwezen. Ter vergroting van het inzicht zullen we enkele voorbeelden geven, waaruit blijkt op welke wijze verschillende Eurodollartransacties de balansen der betrokken banken beïnvloeden.²⁰⁾

Alvorens de vorming van een Eurodollardeposito mogelijk wordt, is het noodzakelijk dat iemand een tegoed bij een Amerikaanse bank bezit of verwerft door aankoop van dollars op de valutamarkt of door liquidatie van waardepapieren

20) De verduidelijking van Eurodollartransacties met behulp van balansmutaties vindt men o.a. bij Reiersen, blz. 24 e.v., bij N.O. Johnson, *Eurodollars in the new international money market*, 1964, blz. 10 en 11, en bij Ch.J. Scanlon, *Definitions and Mechanics of Eurodollar Transactions*, in V. Prochnow (ed.), *The Eurodollar*, 1970, blz. 17 e.v.

luidende in U.S. dollars²¹⁾. Worden deze dollars gebruikt voor de vorming van een deposito bij Eurobanken, dan draagt dit deposito een primair karakter; (dit ter onderscheiding van de interbancaire Eurodollardeposito's). Indien deposant A een dollardeposito vormt bij Eurobank B dan leidt dit bij de verschillende banken tot de onderstaande balansmutaties.

<u>activa</u>	<u>U.S.A.bankwezen</u>	<u>passiva</u>	<u>activa</u>	<u>Eurobank B</u>	<u>passiva</u>
	zichtdeposito A	-	tegoeden bij	Eurodollar-	
	zichtdeposito		U.S.banken	+ deposito A	+
	Eurobank B	+			

Bank B kan de aldus verworven middelen gebruiken voor kredietverlening bijvoorbeeld aan onderneming C hetgeen gepaard gaat met de volgende balansmutaties.

<u>activa</u>	<u>U.S.A.bankwezen</u>	<u>passiva</u>	<u>activa</u>	<u>Eurobank B</u>	<u>passiva</u>
	zichtdeposito		tegoeden bij		
	Eurobank B	-	U.S.banken	-	
	zichtdeposito C	+	debiteuren C	+	

Een andere mogelijkheid is dat bank B de U.S. dollars gebruikt voor de vorming van een Eurodollardeposito bij Eurobank D, hetgeen gepaard zal gaan met de hieronder aangegeven balansmutaties.

<u>activa</u>	<u>U.S.A.bankwezen</u>	<u>passiva</u>	<u>activa</u>	<u>Eurobank B</u>	<u>passiva</u>
	zichtdeposito		tegoeden bij		
	Eurobank B	-	U.S.banken	-	
	zichtdeposito		deposito		
	Eurobank D	+	bij bank D	+	

<u>activa</u>	<u>Eurobank D</u>	<u>passiva</u>
tegoeden bij	Eurodollardepo-	
U.S.banken	+ sito bank B	+

21). We gaan ervan uit dat er geen transacties in chartale vorm plaatsvinden.

Het Eurodollardeposito bij bank D is niet van primaire aard, maar is een interbancair deposito. De vorming van dit deposito vindt immers plaats met middelen die bank B heeft aangetrokken in de vorm van Eurodollars.

Een verdere mogelijkheid is dat bank B (of bank D) de U.S. dollars omzet in binnenlandse valuta. Het tegoed bij het U.S. bankwezen wordt dan verkocht en bank B (of bank D) ontvangt de tegenwaarde in binnenlandse valuta. In dat geval resulteren de navolgende balansmutaties.

<u>activa</u>	<u>U.S.A. bankwezen</u>	<u>passiva</u>	<u>activa</u>	<u>Eurobank B(of D)</u>	<u>passiva</u>
	zichtdeposito			tegoeden bij	
	Eurobank B(of D)	-		U.S. banken	-
	zichtdeposito			tegoeden bij	
	anderen	+		centrale	
				bank B(of D)	+

Uit het voorgaande blijkt dat de vorming van Eurodollardeposito's, de kredietverlening door Eurobanken in dollarvorm, dan wel de omzetting van de U.S. dollars door Eurobanken in een andere valuta, gepaard gaat met crediteurens substitutie bij het Amerikaanse bankwezen²²⁾. De zichtdeposito's die het Eurobankwezen aanhoudt in de V.S. vormen voor Eurobanken de kasreserves, of zo men wil, de liquiditeiten van de eerste orde.

22) Het is in theorie denkbaar dat vorming van Eurodollars gepaard gaat met balansverlenging bij het Amerikaanse bankwezen. Dit is het geval als U.S. banken bij eventuele vrije reserves Eurodollardeposito's zouden vormen. Hierdoor ontstaat namelijk een vordering van banken in de V.S. op het Eurobankwezen enerzijds en tegelijkertijd een verplichting aan Eurobanken anderzijds. In de geschiedenis van de Eurodollarmarkt heeft dit zich nog niet voorgedaan en/of is deze mogelijkheid voor het U.S. bankwezen niet aanwezig geweest.

1.3. *Londen als centrum van de Eurodollarmarkt; enkele kenmerken van Eurodollars en Eurodollarkredieten.*

Het centrum van de Eurodollarmarkt is gelegen in Londen. Einzig zegt hiervan: "It is practically the only market where it is possible to deal in large amounts at any time in both ways".²³⁾ Een globale indicatie voor de betekenis van het Engelse bankwezen op de Eurodollarmarkt komt tot uitdrukking in tabel I.1., waarin de dollarvorderingen en -verplichtingen van de handelsbanken in een aantal landen ten opzichte van niet-ingezetenen gegeven zijn per ultimo december 1971.

Tabel I.1. Dollarpositie van handelsbanken ten opzichte van niet-ingezetenen per ultimo 1971 (in miljoenen U.S.dollars).

Land	Vorderingen	Verplichtingen
België-Luxemburg	4530	5090
Frankrijk	8600	10060
West-Duitsland	2200	2680
Italië	8660	8150
Nederland	3170	2450
Zweden	600	410
Zwitserland (inclusief B.I.B.)	9820	5050
Engeland	34140	36930
Canada	6680	6010
Japan	6220	6320

Bron: *Bank for International Settlements, Forty-second Annual Report, 1972*, tabel: "External liabilities and assets of banks in individual reporting countries in dollars and other foreign currencies," blz. 161.

De grote ervaring en deskundigheid van het Engelse bankwezen in internationale financiële relaties is ongetwijfeld van fundamentele betekenis voor de bijzondere positie van het Engelse bankwezen op de Eurodollarmarkt. De Bank of England

23) Einzig, blz. 14.

zegt in dit verband over de Engelse banken: "It was, therefore, an entirely natural development they should become the centre of a market in dollar, and other foreign currency, deposits, where, for large amounts, placers of funds can obtain a better return than if they put their money in its native home, and borrowers can obtain funds more cheaply than in the centre of the currency concerned or in their own currency".²⁴⁾ Het zijn de "accepting houses and overseas and foreign banks" die het hart van de Eurodollarmarkt vormen. "These institutions do the bulk of London's Eurocurrency business and thus form the core of the whole market".²⁵⁾

De looptijd der Eurodollars is gestandaardiseerd. Men onderscheidt in dit verband zichtdeposito's en deposito's met een looptijd van 7 dagen, één maand, drie en zes maanden, hoewel het volgens Einzig ook mogelijk is "...to obtain quotations for almost any date up to twelve months".²⁶⁾ Transacties in Eurodollardeposito's worden meestal uitgevoerd in bedragen van één miljoen dollar, dan wel een veelvoud hiervan, met name als de transacties een interbancair karakter dragen.²⁷⁾ Daarentegen komt het ook wel voor dat Eurobanken dollardeposito's van niet-banken accepteren in geringere waardebedragen.²⁸⁾ Sinds 1966 emitteren vele Eurobanken in Londen depositocertificaten, luidende in U.S. dollars, met een looptijd van 30, 60, 90, 120, 150, of 180 dagen in bedragen van \$ 25.000,-, dan wel een veelvoud hiervan. Voor deze certificaten heeft zich ook een secundaire markt ontwikkeld.²⁹⁾

24) Bank of England, U.K. Banks' External Liabilities and Claims in Foreign Currencies, *Quarterly Bulletin*, juni 1964, blz. 103.

25) Bank for International Settlements, 1964, blz.130.

26) Einzig, blz. 20.

27) Einzig, blz. 24.

28) Einzig, blz. 24.

29) Einzig, blz. 177 e.v. Zie in dit verband ook: D.M.N.van Wensveen, De ontwikkeling van het internationale bedrijf der Nederlandse banken, in: *Het Nederlandse bankwezen gesteld voor internationale problemen*, 1973, blz.43.

Omtrent de kwantitatieve betekenis van elke categorie van deposito's (ingedeeld naar looptijd) zijn geen exacte cijfers bekend. Een globale indicatie hiervoor vormt onderstaande tabel I.2. waarin de verplichtingen en vorderingen luidende in vreemde valuta, verdeeld naar looptijd, van het bankwezen in Engeland naar voren komen, per ultimo oktober 1971.

Tabel I.2. Vorderingen en verplichtingen verdeeld naar looptijd in vreemde valuta (in miljoenen ponden) van Engelse banken per ultimo oktober 1971.

Vorderingen			Verplichtingen		
looptijd	bedrag	in % van het totaal	looptijd	bedrag	in % van het totaal
direct opeisbaar	3200	13	direct opeisbaar	2700	11
minder dan 8 dagen	1700	7	minder dan 8 dagen	1700	7
8 dagen tot 3 maanden	10200	41	8 dagen tot 3 maanden	12800	51
3 maanden tot 1 jaar	6200	25	3 maanden tot 1 jaar	6400	26
1 tot 3 jaar	1500	6	1 tot 3 jaar	600	3
langer dan 3 jaar	1900	8	langer dan 3 jaar	400	2
Totaal	24700	100	Totaal	24600	100

Bron: Bank of England, Quarterly Bulletin, maart 1973, tabel B, blz. 46.

Ten aanzien van de Eurodollarkredieten kunnen de onderstaande vormen onderscheiden worden.³⁰⁾

- a. Kredieten met een vaste rente, waarbij de aflossing plaats vindt volgens een tussen de bank en de kredietnemer overeengekomen wijze. De maximale looptijd van dergelijke leningen

30) Deze indeling is afkomstig van van Wensveen, blz. 44 t/m 46.

- is meestal afhankelijk van de tijd dat de Eurobank zelf middelen tegen een bepaalde rente kan aantrekken.³¹⁾
- b De "revolving commitments". Deze kredietvorm heeft een looptijd van drie tot zes maanden. De kredietnemer heeft meestal het recht om onmiddellijk na aflossing, eventueel tegen een andere, aan gewijzigde marktomstandigheden aangepaste rente, een nieuw krediet op te nemen.
- c. Vaste leningen met fluctuerende rente ("roll-over kredieten"). Deze hebben juridisch de vorm van kortlopende voorschotten met een looptijd van meestal 6 maanden. Het krediet is echter gedurende een reeks van perioden hernieuwbaar.³²⁾ Dergelijke kredieten hebben de laatste jaren een grote vlucht genomen met name vanwege het feit dat zij "...de kloof kunnen overbruggen tussen de grote hoeveelheid korte-termijngelden die op de eurodeviezenmarkt beschikbaar zijn en de enorme behoefte aan financiering op middellange en lange termijn die een expansieve economie kenmerkt."³³⁾

Met betrekking tot de rente over de verschillende kredietsoorten kan gesteld worden dat de basis hiervoor meestal gevormd wordt door de interbancaire rentevoet, de "interbank rate", vermeerderd met een zekere opslag.³⁴⁾ Het feit dat de interbancaire rentevoeten op de Eurodollarmarkt de basis vormen voor de rentetarieven die in rekening worden gebracht voor kredieten aan niet-banken, moge een aanduiding zijn voor een belangrijk institutioneel kenmerk van deze markt, namelijk de interbancaire kredietverlening, die gepaard gaat met de creatie van interbancaire Eurodollardeposito's. Een verklaring hiervoor zal gegeven worden in II.1.

31) van Wensveen, blz. 47.

32) J.L. Blondeel, Roll-over kredieten in eurodeviezen, *Bank- en Effectenbedrijf*, januari 1973, blz.7.

33) Blondeel, blz.8. Voor een uitvoerige beschrijving van de verschillende aspecten van de roll-over kredieten zij hier verwezen naar de publikaties van Blondeel en van Wensveen.

34) Blondeel, blz.7 en van Wensveen, blz.44 en 45.

De met de interbancaire kredietverlening gepaard gaande creatie van relatief lange kredietketens enerzijds en de aanwezigheid van de genoemde kredietvormen op de Eurodollarmarkt anderzijds, kunnen resulteren in additionele liquiditeits- en solvabiliteitsrisico's voor het Eurobankwezen en zijn cliënten. Hieraan wordt ten dele tegemoetgekomen door de vorming van bankconsortia. Bij kredietoperaties ter omvang van 150 à 200 miljoen dollar, kan het aantal deelnemende banken 40 tot 50 bedragen.³⁵⁾ "Dit grote aantal demonstreert enerzijds de ruime bereidheid van banken om mee te doen, anderzijds ook hun verlangen om risico's te spreiden en derhalve het bedrag der participatie binnen grenzen te houden."³⁶⁾

Tenslotte moge nog gewezen worden op de verregaande specialisatie van Eurobanken hetgeen moge blijken uit het volgende citaat. "Many banks specialise in certain types of transactions. Some of them aim at snatching a quick turn by simply acting as intermediaries between borrowers and lenders for the sake of a narrow profit margin between the dealing rates they quote. Other swaps into sterling the Euro-dollars they borrow, and employ the proceeds in Lombard Street or in special credits, while other again use it for financing foreign trade. Some banks specialise in particular currencies or in using the Eurodollar for financing trade in particular countries or groups of countries. There is also some specialisation in respect of maturities".³⁷⁾ Deze specialisatie hangt nauw samen met de mogelijke, in de vorige alinea vermelde, additionele risico's voor het Eurobankwezen waarop in hoofdstuk V nader zal worden ingegaan.

35) van Wensveen blz. 45.

36) van Wensveen blz. 45

37) Einzig, blz. 16.

2. Bestaansvoorwaarden voor externe depositomarkten; de relatief grote betekenis van de dollar op de Eurovalutamarkt.

2.1. *De betekenis van internationale rentever verschillen voor het bestaan van externe depositomarkten.*

Het ontstaan en de spectaculaire ontwikkeling van de Eurodollarmarkt wordt in de literatuur veelal toegeschreven aan een complex van factoren. Vrij zelden vindt men een analyse van de fundamentele voorwaarden voor het bestaan van externe deposito- en kredietmarkten en de factoren die bepalen welke valuta's op deze markten verhandeld worden.

In de jaren twintig bestaan er met name in Berlijn en Wenen op een beperkte schaal externe depositomarkten voor dollars en ponden, die met de ineensorting van de gouden standaard, de introductie van zwevende wisselkoersen en de opheffing van de vrijheid van het internationale betalingsverkeer in de jaren dertig, echter zijn verdwenen. Op het einde der jaren vijftig ontstaat, met name in Londen een externe depositomarkt voor dollars, tegelijk met het herstel van de convertibiliteit van de belangrijkste Europese valuta's. Op basis van het voorgaande concludeert Reading: "The existence of the market obviously depends upon individual countries permitting their banks considerable freedom to hold, borrow and lend foreign currencies and to exchange them at fixed exchange rates".³⁸⁾ Een zekere vrijheid voor het internationale betalings- en kapitaalverkeer en vaste wisselkoersen zijn in deze gedachtengang dus essentiële voorwaarden voor het bestaan van een externe depositomarkt in dollars. Zoals nog zal blijken kan met de eerstgenoemde voorwaarde ingestemd worden, hetgeen echter niet wil zeggen dat deze voorwaarde alléén voldoende is. Johnson stelt: "Essential to the entire build-up of the Eurodollar business was the growing supply of dollars in Europe, leading the principal nations to ease up on exchange controls and official monopolies of dollar holdings".³⁹⁾ De afwezigheid van verregaande deviezenrestricties is dus ook bij Johnson van essentiële betekenis

38) B. Reading, Eurodollars - Tonic or Toxic, in E. Chalmers, *Readings in the Eurodollar*, 1969, blz. 75.

39) Johnson, blz. 7 en 8.

voor het bestaan van de Eurodollarmarkt. In dezelfde geest uiten zich de Bank of England⁴⁰⁾, Schäfer⁴¹⁾, Stem⁴²⁾ en vele andere auteurs. Wij kunnen volledig met hen instemmen, dat een zekere vrijheid voor banken en niet-banken voor het aanhouden van tegoeden, luidende in U.S. dollars of een andere valuta noodzakelijk is voor het bestaan van Eurovalutamarkten. Deze vrijheid behoeft zeker geen absoluut karakter te dragen, maar dient wel van een zodanige aard te zijn, dat "Eurobanking", mits voldaan aan de overige voorwaarden, mogelijk is vanuit deviezentechnisch standpunt. Een verdere essentiële bestaansvoorwaarde voor externe deposito- en kredietmarkten moet gezocht worden in internationale renteversillen. Eurobanken zijn slechts in staat middelen in de vorm van deposito's in vreemde valuta aan te trekken indien de deposanten een hogere opbrengst ontvangen dan van een qua risico en looptijd gelijkwaardige belegging in het moederland van de betreffende valuta. Als we ons in dit verband beperken tot bankdeposito's impliceert dit dat Eurobanken op deposito's luidende in valuta van land A een hogere rente moeten vergoeden dan het bankwezen van land A. Einzig stelt dan ook: "Euro-dollar deposits came into being largely because they were able to offer the foreign holder of dollars advantages he was unable to obtain through holding his funds in the form of time deposits in the United States or in other forms of short term dollar investments possessing a comparable degree of security and liquidity."⁴³⁾ Moet aldus de creditrente op de Eurovalutadeposito's hoger zijn, de debetrente die Eurobanken aan hun kredietnemers in rekening brengen zal, naar analogie van het voorgaande, lager dienen te zijn dan de debetrente die het bankwezen in het moederland van de betreffende valuta aan kredietnemers in rekening brengt.⁴⁴⁾ Bovengenoemde voorwaarden,

40) Bank of England, blz. 102

41) W. Schäfer, *Der Euro-Dollarmarkt*, 1971, blz. 37.

42) Stem, blz. 79 e.v.

43) Einzig, blz. 26.

44) We veronderstellen hier dat de verschillen in kredietvoorwaarden alleen naar voren komen in de berekende debetrente. In de volgende subparagraaf zal hierop nader worden teruggekomen met betrekking tot de Eurodollarmarkt.

te weten een zekere vrijheid voor het internationale kapitaalverkeer en internationale renteverschillen, zijn voldoende voor het bestaan van externe deposito- en kredietmarkten, dus ook voor het bestaan van de Eurodollarmarkt. Het is dus bevestigd niet noodzakelijk dat een valuta aangeboden en gevraagd wordt door anderen dan ingezetenen van het land voor wiens valuta een externe markt bestaat. Een markt voor Eurogulden kan bestaan indien alleen Nederlandse ingezetenen, deposito's in gulden aanhouden bij bijvoorbeeld Belgische en Duitse banken, die met de aldus verkregen middelen kredieten verlenen aan Nederlandse ingezetenen.

Het voorgaande impliceert dat de brutowinstmarge voor Eurobanken op Eurovalutatransacties lager is dan de marge op transacties in dezelfde valuta, maar uitgevoerd door banken in het moederland van de betreffende valuta. We kunnen dan ook niet instemmen met Reading die een systeem van vaste wisselkoersen als bestaansvoorwaarde introduceert.⁴⁵⁾ Het eerder gegeven hypothetische voorbeeld met betrekking tot de Euroguldenmarkt staat geheel los van welk wisselkoerssysteem dan ook. De vorming van de Eurogulden-deposito's door, en de kredietverlening in gulden aan Nederlandse ingezetenen, is immers eveneens denkbaar onder een systeem van vrije wisselkoersen.

De Bank of England beschouwt voor het ontstaan van de Eurodollarmarkt na 1957 als "essential reasons" o.a.: "... Regulation Q which limits the rates of interest that U.S. banks may pay on deposits; and reasonably stable international exchange rates".⁴⁶⁾ Noch het bestaan van de Regulation Q in de V.S. (waaraan in I.2.2. meer aandacht geschonken zal worden) noch een redelijke stabiliteit van wisselkoersen kunnen naar onze mening beschouwd worden als noodzakelijke bestaansvoorwaarden voor Eurovalutamarkten in het algemeen, of voor de Eurodollarmarkt in het bijzonder. Daarentegen kunnen deze factoren wel van betekenis zijn voor de feitelijke ontwikkeling op Eurovalutamarkten.

45) Zie blz. 15.

46) Bank of England, blz. 102.

Schäfer noemt naast de nodige vrijheid voor internationale financiële transacties, als een additionele noodzakelijke voorwaarde voor het bestaan van de Eurodollarmarkt dat niet-ingezetenen van de V.S. in het bezit van dollartegoeden bij U.S. banken moeten zijn.⁴⁷⁾ Wij kunnen niet inzien waarom dergelijke dollartegoeden een essentiële bestaansvoorwaarde zijn, naast de reeds aangegeven noodzakelijke vrijheid van het kapitaalverkeer. Zowel ingezetenen als niet-ingezetenen van de V.S. kunnen dollardeposito's vormen bij Eurobanken, hetgeen gepaard gaat met een overheveling van reeds bestaande of nieuw gecreëerde zichtdeposito's bij het Amerikaanse bankwezen naar Eurobanken. De mogelijkheden om U.S. dollars te bezitten, te verwerven en over te dragen zijn echter, gezien de veronderstelde vrijheid, reeds aanwezig. Het bezit van U.S. dollars door niet-ingezetenen van de V.S. kan dan zeker niet beschouwd worden als een additionele noodzakelijke bestaansvoorwaarde voor de Eurodollarmarkt.

2.2. Rentevoorwaarden op de Eurodollarmarkt.

In 2.1. kwam de betekenis van de internationale rentever verschillen als bestaansvoorwaarde voor externe deposito- en kredietmarkten naar voren. Als we deze voorwaarde toepassen op de Eurodollarmarkt dan kunnen we concluderen dat deze laatste markt alleen maar kan bestaan indien de rentevergoeding op Eurodollardeposito's hoger ligt dan de rentevergoeding op deposito's bij het bankwezen in de V.S., die qua omvang, risico en looptijd gelijkwaardig zijn. Ten aanzien van de debetrente moet men dan concluderen dat de rente op het Eurodollarkrediet lager dient te zijn dan de rente die het Amerikaanse bankwezen aan kredietnemers in rekening brengt over qua omvang, looptijd en risico vergelijkbare kredieten. Bij deze conclusies behoren echter enkele kanttekeningen te worden geplaatst .

47) Schäfer, blz. 36.

De beleggingsmogelijkheden voor liquide middelen in de V.S. zijn uiteraard niet beperkt tot termijndeposito's bij banken. Andere voor de hand liggende beleggingsobjecten op de Amerikaanse geldmarkt worden gevormd door depositocertificaten (certificates of deposit) en schatkistpapier (U.S. treasury bills). Het ontstaan van de depositocertificaten in de V.S. in het begin der zestiger jaren houdt nauw verband met de in het jaar 1933 door de Federal Reserve Board uitgevaardigde Regulation Q.⁴⁸⁾ Deze geeft de Board of Governors de bevoegdheid om een maximum te bepalen voor de rentevergoeding op termijndeposito's die worden aangehouden bij de handelsbanken in de V.S.. Over deposito's met een looptijd van minder dan dertig dagen mag geen rentevergoeding gegeven worden, terwijl voor termijndeposito's met een oorspronkelijke looptijd die langer is dan dertig dagen, renteplafonds gelden. Deze rentemaxima komen in tabel I.3. naar voren.

De relatief lage maximale rentetarieven op termijndeposito's (met name voor de deposito's met een looptijd van minder dan 90 dagen) vormt voor de Amerikaanse banken de aanleiding tot de introductie van depositocertificaten in 1961. Deze certificaten hebben zich in de zestiger jaren ontwikkeld tot een van de belangrijkste geldmarktobjecten in de Verenigde Staten.⁴⁹⁾ Voor beleggers is het aantrekkelijke element gelegen in het feit dat de liquidatie van deze schuldtitels te allen tijde mogelijk is.

Eurobanken moeten bij het aantrekken van dollardeposito's concurreren met U.S. banken. Op het einde der vijftiger en in het begin der zestiger jaren beperkt de Regulation Q de concurrentiemogelijkheden voor de U.S.-banken. Op deposito's met een looptijd van minder dan dertig dagen, aangehouden bij de banken in de V.S. is een rentevergoeding immers verboden en is de concurrentie met Eurobanken dan ook niet

48) Voor de achtergronden en de betekenis van bedoelde Regulation Q zij verwezen naar Ch.E. Ruebling, *The Administration of Regulation Q*, 1970, blz.29 t/m 40.

49) Einzig, blz. 179.

Tabel I.3. Maximale rentevergoeding op deposito's bij handelsbanken in de V.S.
(in procenten op jaarbasis)

Aard van de deposito's	Datum van ingang				Aard van de deposito's	Datum van ingang			
	1 jan. 1957	1 jan. 1962	17 juli 1963	24 nov. 1964	16 dec. 1965	20 juli 1966	26 sept. 1966	19 april 1968	21 jan. 1970
Termijndeposito's met een looptijd v.:									
30-89 dagen	1	1	1	4	5½	4	4	4	4½
90 dagen - 6 maanden	2½	2½	4	4½	5½	5	5	5	5
6-12 maanden	3	3½	4	4½	5½	5	5	5	5½
1 jaar of langer	3	4	4	4½	5½	5	5	5	5½
						5½	5	5	5
						5½	5	5	5½
						5½	5	5	5½
						5½	5½	5½	6½
						5½	5½	6	7
						5½	5½	6½	7½

* "Multiple maturity" termijndeposito's worden automatisch verlengd bij afloop, tenzij de deposant uitdrukkelijk anders wenst. (Federal Reserve Bulletin, juli, 1966, blz. 963 en 964).

** Sinds de betreffende datum is op de bedoelde deposito's geen rentemaximum van toepassing.

Bron: Federal Reserve Bulletins, tabel "Maximum interest rates payable on time and savings deposits".

mogelijk. Ten aanzien van de dollardeposito's met een langere looptijd is de concurrentiemogelijkheid voor U.S. banken beperkt in tijden dat de feitelijke rentevergoeding over Eurodollars hoger ligt dan de renteplafonds volgens de Regulation Q. De concurrentiepositie van het U.S. bankwezen ten opzichte van de Eurobanken is in de loop van de tijd enigszins verbeterd door de onderstaande factoren:

- a. de regelmatige herziening van de Regulation Q waarbij de rentemaxima meestal in opwaartse richting werden aangepast.⁵⁰⁾
- b. de afschaffing van renteplafonds voor dollardeposito's afkomstig van monetaire autoriteiten en een aantal internationale organisaties in oktober 1962.⁵¹⁾
- c. de introductie van de reeds genoemde depositocertificaten.
- d. de opschorting van maximum tarieven voor verschillende soorten deposito's in 1970.⁵²⁾

Vele auteurs kennen aan de Regulation Q een relatief grote betekenis toe voor het ontstaan en de groei van de Euro-dollarmarkt. Zo stelt de B.I.B.: "The ceiling on deposit rates in the United States fixed under Regulation Q was a factor which encouraged the growth of dollar deposits in foreign banks".⁵³⁾ Eerder zagen we hoe de Bank of England Regulation Q beschouwde als een "essential reason" voor het bestaan van de Eurodollarmarkt.⁵⁴⁾ Met betrekking tot de institutionele factoren die voor de ontwikkeling van de Euro-dollarmarkt van betekenis zijn geweest stelt Kvasnicka: "One of the most important was the Federal Reserve regulation governing the payment of interest on deposits by American banks".⁵⁵⁾ In dezelfde geest formuleert Williams: "...the ceiling on interest rates on time deposits in the United States that

50) Zie hiervoor tabel I.3.

51) Federal Reserve Bulletin, oktober, 1962, blz. 1279.

52) Zie tabel I.3.

53) Bank for International Settlements, 1964, blz. 136.

54) Zie blz. 17.

55) J.G. Kvasnicka, Eurodollars- an important source of funds for American banks, *Business Conditions*, Federal Reserve Bank of Chicago, juni 1969, blz.10 en 11.

is placed by the Federal Reserve System under Regulation Q greatly increased the attractiveness of the Eurodollar market to investors who wished to hold dollar-denominated assets, especially when domestic market rates were above Regulation Q ceilings".⁵⁶⁾ Ook Wayne Clendenning is dezelfde mening toegedaan: "The success of the European banks in attracting U.S. dollar deposits resulted mainly from the limitations placed on the U.S. banking system by the regulatory controls imposed upon U.S. deposit rates by the Federal Reserve System under Regulation Q."⁵⁷⁾ Hoewel de betekenis van de Regulation Q in geen der gegeven citaten op enigerlei wijze gekwantificeerd wordt, blijkt dat zij van niet te verwaarlozen betekenis is bij de genoemde auteurs. Wij kunnen deze opvatting niet onderschrijven en wel vanwege de onderstaande redenen.

- a) De renteplafonds die bepaald zijn volgens de Regulation Q, vormen in geen enkel opzicht een directe rendementsbarrière voor een geldmarktbelegging in de V.S. Er zijn op de Amerikaanse geldmarkt immers verschillende, hoogwaardige substituten voor bankdeposito's aanwezig. In dit verband valt te denken aan beleggingen in reeds bestaande depositocertificaten, schatkistpapier en ander commercieel waardepapier. Dit betekent dat Eurobanken moeten concurreren met verschillende beleggingsobjecten op de geldmarkt in de V.S. die in hoge mate onderling substitueerbaar zijn. De maximale rentetarieven volgens de Regulation Q hebben echter alleen betrekking op dollardeposito's bij banken en depositocertificaten bij uitgifte .
- De Regulation Q beperkt weliswaar de concurrentiemogelijkheden voor Amerikaanse banken in de aantrekking van termijndeposito's, maar gezien de grote vervangingsmogelijkheden tussen termijndeposito's en ander geldmarktpapier betekent dit niet dat het Eurobankwezen hierdoor in een bevoordeelde positie verkeert.

56) Williams, blz. 11.

57) Wayne Clendenning, blz. 23.

b) Eurodollartransacties dragen voor vele banken buiten de V.S. een marginaal karakter. De B.I.B. stelt: "...it is a fact that Eurocurrency operations are considered a rather marginal type of business by many banks and are conducted on a narrower spread between borrowing and lending rates than that prevailing on banks' traditional business in their own currency".⁵⁸⁾ Dit impliceert dat, zoals Emminger formuleert, "...banks are often prepared to pay considerably higher interest rates for marginal funds from this market (de Eurodollarmarkt), rates which they would not be prepared to pay at home (or may not be permitted to pay, as in the case of U.S. banks) for the same kind of funds over the whole range of their depositors".⁵⁹⁾ Vanuit dit gezichtspunt is het voor het bankwezen in elk land bijzonder moeilijk, zo niet onmogelijk, om effectief te concurreren met externe deposito- en kredietmarkten, waarop de valuta van het betreffende land verhandeld wordt, ook als er geen kunstmatige concurrentiebeperkingen bestaan.

Indien Eurodollars en deposito's bij U.S. banken (eventueel andere geldmarktbeleggingen) eenzelfde renteopbrengst hebben, is het aantrekkelijker de middelen te beleggen in de V.S.. "Bank deposits in the United States have several advantages over deposits in the Eurodollar market. In the first place they constitute deposits in the money of the country and not, as in the case of Eurodollars, in a currency foreign to the domicile of the accepting bank. Furthermore, and very importantly, the availability in the United States of negotiable time certificates of deposit, issued by leading banks, provides investors with an instrument of unquestioned quality and of ready marketability prior to maturity; Euro-dollar deposits, in contrast, are not marketable and hence cannot easily be converted into cash before their due date".⁶⁰⁾

58) Bank for International Settlements, 1964, blz. 136.

59) O. Emminger, The Euromarket: A Source of Stability or Instability? in Prochnow (ed.), blz. 108.

60) Reiersen, blz. 11.

Hoewel de laatstgenoemde factor sinds het ontstaan van de Eurodollarcertificaten van geringere betekenis is, dient de rente op Eurodollardeposito's in elk geval hoger te zijn dan het rendement op een geldmarktbelegging in de V.S. Uit tabel I.4. blijkt dat dit ook voortdurend het geval is geweest in de periode 1960 tot en met 1971.

Noten bij tabel I.4.

- 1) Rente die "prime banks" in Londen vergoeden op Eurodollardeposito's met een looptijd van 3 maanden omstreeks het einde der bedoelde kwartalen.
- 2) Rendement op "treasury bills" met een looptijd van 3 maanden
- 3) Rente op verhandelbare depositocertificaten met een looptijd van 3 maanden, geëmitteerd door de Morgan Guaranty Trust Company.
- 4) Rendement op "prime industrial paper" met een looptijd van 3 maanden.

Bron: Alle cijfers over de periode 1966 tot en met 1971 en eveneens de cijfers met betrekking tot de rente over de Eurodollardeposito's in de periode 1960 tot en met 1965 zijn ontleend aan: Morgan Guaranty Trust Company of New York, World Financial Statistics, 20 maart, 1972, de tabellen "Euro-dollar deposit rates" (blz.8-10), "Treasury bill rates" (blz.11-13), "Representative money-market rates" (blz.14-16) en "Commercial bank deposit rates" (blz.17-19). De U.S. tarieven over de periode 1960 tot en met 1965 hebben betrekking op de rente op schatkistpapier bij uitgifte. De representatieve geldmarktrente is het gemiddelde van de dagelijkse noteringen van het rendement op "prime commercial paper" met een looptijd van 4-6 maanden. De betreffende cijfers zijn ontleend aan de januari-nummers van de Federal Reserve Bulletins van de jaren 1961 tot en met 1966, tabellen "Money Market Rates".

Tabel I.4. Rendementen op geldmarktbeleggingen in de V.S. en op Eurodollardeposito's per kwartaalultimo (in procenten op jaarbasis).

	1960				1961				1962			
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
Eurodollardeposito's 1)	4,34	4,13	3,81	4,31	3,69	3,34	3,38	4,13	3,66	3,75	3,94	3,94
Rendement U.S. schatkistpapier 2)	3,44	2,64	2,49	2,27	2,42	2,36	2,30	2,62	2,72	2,72	2,79	2,86
Rente op depositocertificaten 3)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Representatieve geldmarktrente 4)	4,49	3,81	3,39	3,23	3,03	2,91	3,05	3,19	3,25	3,25	3,34	3,29
	1963				1964				1965			
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
Eurodollardeposito's 1)	3,63	3,88	4,19	4,25	4,25	4,31	4,44	4,56	4,88	4,94	4,94	5,31
Rendement U.S. schatkistpapier 2)	2,90	3,00	3,38	3,52	3,55	3,48	3,53	3,86	3,94	3,81	3,91	4,36
Rente op depositocertificaten 3)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Representatieve geldmarktrente 4)	3,34	3,38	3,88	3,96	4,00	4,00	3,89	4,17	4,38	4,38	4,38	4,65
	1966				1967				1968			
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
Eurodollardeposito's 1)	5,75	5,94	7,00	6,50	5,31	5,38	5,75	6,25	6,25	6,75	6,19	7,06
Rendement U.S. schatkistpapier 2)	4,70	4,79	5,75	4,93	4,80	3,92	4,49	5,09	5,26	5,44	5,24	6,38
Rente op depositocertificaten 3)	5,13	5,50	5,50	5,50	4,75	4,50	4,88	5,50	5,50	6,00	5,63	6,00
Representatieve geldmarktrente 4)	5,53	5,79	6,18	6,18	5,13	4,87	5,13	5,91	5,91	6,44	5,91	6,96
	1969				1970				1971			
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
Eurodollardeposito's 1)	8,44	10,50	11,31	10,13	8,50	9,00	8,38	6,44	5,31	6,50	7,75	5,75
Rendement U.S. schatkistpapier 2)	6,13	6,23	7,08	8,28	6,44	6,49	6,02	5,03	3,68	5,24	4,56	3,72
Rente op depositocertificaten 3)	6,00	6,00	6,00	6,00	6,75	6,75	6,75	5,63	4,00	5,50	5,63	4,25
Representatieve geldmarktrente 4)	7,22	9,07	9,32	9,46	8,15	8,54	7,62	6,05	3,97	5,65	5,65	4,49

Noten en bronvermelding zie blz.24.

Overeenkomstig het voorgaande zou men kunnen stellen dat de debetrente die het Eurobankwezen in rekening brengt aan kredietnemers lager dient te zijn dan de rentevoet die het Amerikaanse bankwezen berekent. Uitgangspunt voor de debetrente in de V.S. is veelal de "prime rate" die in rekening wordt gebracht aan eerste klasse kredietnemers.⁶¹⁾ In de V.S. bestaat de gewoonte dat een kredietnemer bij de kredietverlenende bank een tegoed houdt in de vorm van een zicht- of termijndeposito, de "compensating balances". De omvang van deze tegoeden is afhankelijk van de omvang van het verleende krediet en de "standing" van de kredietnemer en bedraagt 10 tot 25 procent van het kredietbedrag.⁶²⁾ Door de noodzaak "compensating balances" aan te houden kunnen de debiteuren niet ten volle beschikken over het verleende krediet. De effectieve rentevoet op verleende kredieten door banken in de V.S. ligt dan ook hoger dan de "prime rate" suggereert. Verder heeft een prima debiteur in een bepaald land vaak niet dezelfde status in de V.S. . In feite kunnen slechts weinig buitenlandse ondernemingen een krediet bij het Amerikaanse bankwezen opnemen tegen de "prime rate".⁶³⁾ Voor overige potentiële kredietnemers liggen de rentetarieven voor kredieten hoger of is bankkrediet in de V.S. zonder meer niet beschikbaar.⁶⁴⁾ Het voorgaande impliceert dat de rentetarieven voor kredieten die door binnenlandse financiële instellingen in rekening worden gebracht vaak zullen fungeren als plafonds voor de debetrente op de Eurodollarmarkt. Stem stelt dan ook: "Thus there are as many effective upper limits to Eurodollar lending rates as there are national monetary systems in which Eurobanks operate."⁶⁵⁾ In tabel I.5. komt de debetrente over verleende kredieten door handelsbanken in een aantal landen naar voren over de periode 1966 tot en met 1971.

61) O.L.Altman, Recent Developments in Foreign Markets for Dollars and Other Currencies, *Staff Papers*, maart 1963, blz.72.

62) Altman, blz.72 en C.G. Martinson, *The Eurodollar Market*, 1964, blz.65.

63) Martinson, blz. 64

64) Hierbij is nog afgezien van het feit dat ook voor "first class" kredietzoekers bankkrediet niet beschikbaar kan zijn vanwege het sinds 1965 bestaande "U.S. Voluntary Foreign Credit Restraint Programme"

65) Stem, blz. 70.

Tabel I.5. Rente over verleende kredieten door banken per
kwartaalultimo (in procenten op jaarbasis)

	1966				1967				1968			
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
Veren.St. 1)	5,50	5,75	6,00	6,00	5,50	5,50	5,50	6,00	6,00	6,50	6,25	6,75
Canada 2)	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,50	7,00	7,25	6,75	6,75
Japan 3)	7,16	7,10	7,03	6,98	6,93	6,89	6,91	7,00	7,20	7,23	7,10	7,04
België 4)	7,00	7,50	7,50	7,50	7,00	6,75	6,50	6,25	6,00	6,00	6,00	6,50
Frankrijk 4)	6,10	6,10	6,10	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85	5,85	6,85	7,85
W.Duitsland 4)	7,00	8,00	9,00	9,00	7,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00	6,00
Italië 4)	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	7,50	6,75	6,75	6,75	6,75	6,50
Nederland 4)	6,50	7,50	7,50	7,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	6,50	7,00
Zwitserland 4)	6,00	6,00	6,00	6,00	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25	6,25
Engeland 4)	6,50	6,50	7,50	7,50	6,50	6,00	6,00	8,50	8,00	8,00	7,50	7,50
Eurobanken 5)	6,63	6,82	7,88	7,38	6,19	6,26	6,63	7,13	7,13	7,63	7,07	7,94
	1969				1970				1971			
	1	2	3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
Veren.St.1)	7,50	8,50	8,50	8,50	8,00	8,00	7,50	6,75	5,25	5,50	6,00	5,25
Canada 2)	7,50	8,00	8,50	8,50	8,50	8,00	8,00	7,50	6,50	6,50	6,50	6,00
Japan 3)	7,03	7,03	7,08	7,37	7,39	7,42	7,46	7,46	7,40	7,33	7,22	7,10
België 4)	7,25	8,25	10,50	10,00	9,50	9,50	9,50	8,50	8,00	8,00	7,50	7,50
Frankrijk 4)	7,85	9,35	9,35	10,35	10,35	10,35	10,05	9,65	9,15	9,05	9,05	8,65
W.Duitsland 4)	6,00	8,00	9,00	9,00	10,50	10,50	10,00	9,00	9,00	8,00	8,00	7,25
Italië 4)	6,50	7,25	7,75	8,25	9,25	10,00	10,25	10,25	9,50	9,00	8,75	8,25
Nederland 4)	7,00	7,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,50	8,00	7,50	7,00
Zwitserland 4)	6,25	6,25	6,50	6,50	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	6,00	5,50
Engeland 4)	8,50	8,50	9,00	9,00	8,50	8,00	8,00	8,00	8,00	7,00	6,00	5,50
Eurobanken 5)	9,32	11,38	12,19	11,01	9,38	9,88	9,26	7,32	6,19	7,38	8,63	6,63

- 1) Prime rate bij Morgan Guaranty Trust Company. Verder dienen debiteuren credit saldi aan te houden bij de bank.
- 2) Prime rate. Verder worden soms creditsaldi vereist.
- 3) Gemiddelde rente op verstrekte leningen door "city banks". Verder worden soms credit-saldi vereist.
- 4) Rente voor verleende kredieten in rekening courant (in enkele gevallen inclusief overige kosten).
- 5) Gemiddelde rente voor kredieten met een looptijd van 3 maanden.

Bron: Morgan Guaranty Trust Company of New York, World Financial Statistics, 20 maart, 1972, tabellen "Commercial bank lending rates to prime borrowers", blz. 20 tot en met 22.

Uit tabel blijkt dat de debetrente op Eurodollarkredieten vóór 1969 lager is geweest dan die in de V.S. (rekening houdend met een opslag van 20% op de prime rate) maar daarna in het algemeen hoger. Een verklaring hiervoor moet gezocht worden in het feit dat in de jaren 1969 tot en met 1971 het Amerikaanse bankwezen zelf een relatief grote vraag naar Eurodollarkrediet uitoefende.⁶⁶⁾

2.3. *De U.S. dollar als internationale valuta en de betekenis hiervan voor de Eurodollarmarkt.*

Het is theoretisch mogelijk dat er externe deposito- en kredietmarkten ontstaan voor alle mogelijke valuta's indien aan de in 2.1. gestelde voorwaarden is voldaan. Het is hiervoor niet persé noodzakelijk dat de vraag naar of het aanbod van de betreffende valuta afkomstig is vanuit andere landen dan het land van uitgifte. Indien de dollar geen enkele internationale functie zou vervullen, zou het bestaan van de Eurodollarmarkt mogelijk zijn als er vanuit de Verenigde Staten dollars werden aangeboden bij het niet-amerikaanse bankwezen, dat vervolgens met de verkregen dollarfondsen kredieten zou verlenen aan ingezetenen van de V.S. Dit zou denkbaar zijn als de brutowinstmarge van het Amerikaanse bankwezen relatief hoog is en als het bankwezen buiten de V.S. bereid en in staat is met een lagere marge genoegen te nemen. Onder de gegeven veronderstelling is het echter onwaarschijnlijk dat het bankwezen, gevestigd buiten de V.S., permanent en op grote schaal met het Amerikaanse bankwezen kan concurreren bij het aantrekken van dollar-deposito's van en het verlenen van dollarkredieten aan ingezetenen van de V.S., zelfs als de brutowinstmarges voor het Amerikaanse bankwezen relatief hoog zouden zijn. De problemen van technische, informatieve, wettelijke en administratieve aard en de geografische afstand zouden voor buitenlandse banken

66) Zie hiervoor I.4.3.

waarschijnlijk te groot zijn om in dit opzicht met succes te kunnen concurreren. Hetzelfde betoog geldt uiteraard ook voor alle andere valuta's. Is aan de gestelde theoretische voorwaarden voldaan, dan kunnen externe markten voor alle valuta's ontstaan. Het is vanwege de vermelde redenen echter onwaarschijnlijk dat zij ook zullen ontstaan indien buiten het moederland van de betreffende valuta's geen vraag en/of aanbod van deze valuta's aanwezig is. De problematiek komt echter in een ander licht te staan als er in één of meer landen economische subjecten zijn die liquide middelen, luidende in de valuta van een derde land wensen aan te houden. Het zijn met name Swoboda en Cohen die hiervoor een theoretische basis geven door aan te tonen dat, tot op zekere hoogte, de valuta van een derde land, méér dan de nationale valuta, geschikt kan zijn om één of meerdere geldfuncties uit te oefenen.⁶⁷⁾ Een en ander moge in het onderstaande betoog naar voren komen.

Cohen definieert internationaal geld, naar analogie van nationaal geld, in termen van de functies die het geld vervult, te weten ruilmiddel en rekeneenheid voor internationale transacties en internationaal bewaarmiddel. Een valuta die buiten het land van emissie een van deze functies uitoefent kan beschouwd worden als internationaal geld (oefent in elk geval één of meerdere functies van internationaal geld uit). Cohen geeft in dit verband als voorbeelden een exporteur die betaling accepteert in de valuta van het land van de importeur (of in elke andere voor de exporteur vreemde valuta) en een kredietnemer die krediet opneemt in een voor hem vreemde valuta.⁶⁸⁾ In deze gevallen vervult een nationale valuta de functie van ruilmiddel en rekeneenheid buiten het land dat de betreffende

67) A. Swoboda, *The Euro-Dollar Market: An Interpretation*, 1968, en B.J. Cohen, *The Future of Sterling as an International Currency*, 1971, met name blz. 1 tot en met 52.

68) Cohen, blz. 14.

valuta emitteert. Internationaal geld onderscheidt zich echter in minstens twee opzichten van nationaal geld. Het eerstgenoemde wordt niet altijd gebruikt bij de internationale monetaire transacties (bijvoorbeeld als een importeur betaalt in de valuta van het land van de exporteur, waarbij de importeur deze valuta aankoopt op de valutamarkt), terwijl het laatstgenoemde geld altijd wordt gebruikt bij binnenlandse transacties.⁶⁹⁾ Een ander belangrijk verschil wordt gevormd door het feit dat internationaal geld op verschillende niveaus wordt gebruikt namelijk enerzijds op particulier-, anderzijds op officieel niveau.⁷⁰⁾ Dit laatste is uiteraard van bijzondere relevantie bij een systeem van vaste wisselkoersen waarbij nationale monetaire autoriteiten internationaal geld moeten bezitten om te kunnen interveniëren op de valutamarkt en bovendien hun monetaire reserves in de vorm van internationaal geld moeten aanhouden.

Voor de verschillende functies van internationaal geld op beide niveaus introduceert Cohen een aantal begrippen die in de onderstaande tabel I.6. naar voren komen, waarbij tussen haakjes een mogelijke Nederlandse benaming wordt aangegeven.⁷¹⁾

Tabel I.6. De functies van internationaal geld.

Niveau	Ruilmiddel	Rekeneenheid	Bewaarmiddel
Particuliere transacties	Transactions currency (transactievaluta)	Quotation currency (noteringsvaluta)	Asset currency (vermogensvaluta)
Officiële transacties	Intervention currency (interventievaluta)	Unit of Account currency (rekenvaluta)	Reserve currency (reservevaluta)

69) Cohen, blz. 14

70) Cohen, blz. 14 en 15

71) Cohen, blz. 18.

De valuta's die één of meerdere functies vervullen op particulier niveau enerzijds en op officieel niveau anderzijds, worden in de Engelstalige literatuur vaak aangeduid met "vehicle currencies" respectievelijk "key currencies" of "reserve-currencies", voor welke termen de begrippen "basisvaluta" respectievelijk "sleutelvaluta" te gebruiken zijn.⁷²⁾ Het is met name de aanwezigheid van transactievaluta's, die naar onze mening, voor het ontstaan en de ontwikkeling van externe depositomarkten in het algemeen, en voor de Eurodollarmarkt in het bijzonder, van betekenis zijn. Swoboda geeft een theoretische basis voor het bestaan van transactievaluta's en het onderstaande betoog is dan ook in hoge mate op zijn opvattingen gebaseerd.⁷³⁾ Indien de buitenlandse handel van een land gefinancierd wordt met een voor de handeldrijvende partijen vreemde valuta, ontvangen exporteurs regelmatig vreemde valuta en dienen importeurs regelmatig met vreemde valuta aan het buitenland te betalen. Indien aan de omzetting van binnenlandse in buitenlandse valuta, en omgekeerd, geen kosten zijn verbonden en indien renteontvangsten alleen maar mogelijk zijn over liquiditeiten in binnenlandse valuta, dan zullen er geen transactiekassen in vreemde valuta worden aangehouden. Exporteurs die vreemde valuta ontvangen zullen deze dan onmiddellijk omzetten in binnenlandse valuta (die immers rentegevend belegd kan worden) en importeurs zullen binnenlandse valuta pas omzetten in buitenlandse op het moment dat zij moeten betalen (om renteverlies te voorkomen). Deze conclusie kan echter niet meer gehandhaafd worden als er kosten zijn verbonden aan de valutaconversie. Deze kunnen bestaan uit vaste kosten per transactie en variabele kostenelementen: provisie, zegelkosten, administratiekosten, en dergelijke en daarnaast het renteverlies dat verbonden is

72) Voor auteurs in het Angelsaksische taalgebied die in sommige opzichten een afwijkende terminologie hanteren zij hier verwezen naar Cohen, blz. 20 t/m 23. Het begrip "vehicle currencies" wordt door van der Valk vertaald als "internationale handelsvaluta's". (H.M.H.A. van der Valk, *Het internationale monetaire stelsel in een vernieuwingsfase*, 1972, blz. 79.).

73) Swoboda, blz. 5 t/m 11.

met het aanhouden van kasvoorraden in vreemde valuta.⁷⁴⁾ Hoe hoger de vaste conversiekosten, des te geringer zal het aantal omzettingen van binnenlandse in buitenlandse valuta en omgekeerd zijn, gegeven de absolute omvang van de transacties met het buitenland per periode. Hoe hoger de vaste conversiekosten, des te hoger zullen dus ook de gemiddelde kasvoorraden in vreemde valuta zijn die door importeurs en exporteurs worden aangehouden. Anderzijds geldt dat naarmate de rente op liquide middelen, luidende in binnenlandse valuta, hoger is, des te lager zullen dan de kasvoorraden in vreemde valuta zijn ter voorkoming van renteverlies. Aldus houden zowel exporteurs als importeurs onder de genoemde veronderstellingen kasvoorraden in vreemde valuta aan. Dezelfde redenering is toepasbaar op de economische subjecten die in zich zowel de functie van exporteur als importeur verenigen. Ook zij zullen positieve kasvoorraden in vreemde valuta bezitten als er een discrepantie bestaat tussen de binnenkomende en uitgaande geldstromen in vreemde valuta. De gemiddelde omvang van de aldus aangehouden transactiekassen in vreemde valuta is afhankelijk van de omvang van de te financieren transacties, de rente die verkregen kan worden op binnenlandse liquide beleggingen en de conversiekosten.

Heeft een exporteur en/of importeur in- en uitgaande geldstromen in verschillende valuta's, dan is het uit een oogpunt van optimale kasvoorraden aantrekkelijk om het aantal valuta's te reduceren. Door het daarmee gepaard gaande diversiteitsverschijnsel zal dit, immers, leiden tot een geringere omvang van de benodigde (renteloze) transactiekassen in vreemde valuta. Hiermee kan dan tevens een daling van de conversiekosten gepaard gaan. Naarmate de marktomvang in een bepaalde valuta groter is, zijn immers ook de mogelijkheden van "economies of scale" aanwezig. "The more a currency is used in external markets, the lower are asset-exchange costs in that currency likely to be and the more likely it is that its use in foreign markets will expand. This is but one of

74) Hierbij is afgezien van de mogelijke aanwezigheid van valutarisico's.

the many instances where habit breeds convenience and convenience breeds habit. It is also the process by which a vehicle-currency system develops".⁷⁵⁾ De afwezigheid van een transactievaluta, dan wel de aanwezigheid van vele transactievaluta's zal er dan ook toe leiden dat een transactievaluta zal ontstaan respectievelijk dat het aantal transactievaluta's zal dalen. In dezelfde geest laat Cohen zich uit, die in dit verband een vergelijking maakt met de binnenlandse monetaire ontwikkeling. "An international economy with only national money is like a barter economy. Currencies must be exchanged before purchases of goods and services can be effected. Individuals with the currency of country A and desiring to buy goods from country B must search out other individuals holding the currency of country B and desiring to buy in country A; and then they must bargain until they reach agreement on a rate of exchange. Transactions costs are high because of the practical problem of achieving the required double coincidence of wants in the foreign exchange market. However, as in a barter economy, transactions costs can be substantially diminished for an individual if he adapts his own currency mix to that of other individuals, holding for specific use as international exchange intermediaries inventories of the most widely demanded foreign currencies".⁷⁶⁾

In het voorgaande is er vanuit gegaan dat het aanhouden van liquiditeiten in de transactievaluta's alleen in de vorm van renteloze kasvoorraden mogelijk was. Laat men deze veronderstelling vallen dan zal de omvang van de gemiddelde kasvoorraden in transactievaluta's hoger zijn naarmate de rente op liquide beleggingen in deze valuta hoger is, bij een gegeven renteopbrengst op qua risico en looptijd gelijkwaardige beleggingen in binnenlandse valuta. Was er in het voorgaande sprake van vraag naar basisvaluta in de functie van transactievaluta, daarnaast kan er vraag zijn naar die basisvaluta in

75) Swoboda, blz. 11.

76) Cohen, blz. 25.

zijn functie van noterings- en/of vermogensvaluta. Swoboda geeft in dit verband enkele duidelijke voorbeelden. "A Middle Eastern potentate may be more interested in the Swiss-franc value of his wealth than in its domestic-currency value; an international oil company may be more concerned about the dollar value of its assets than about their value in the currency of the company's country of residence".⁷⁷⁾

De voorwaarden waaraan een valuta moet voldoen om als basisvaluta te kunnen worden gebruikt zijn volgens Swoboda:⁷⁸⁾

- a) De conversiekosten dienen relatief laag te zijn. De betekenis van deze factor is eerder in deze paragraaf uiteengezet.
- b) De markt in de betreffende valuta dient voldoende "depth, breadth and resiliency" te vertonen. De mogelijkheid voor beïnvloeding van de markt door machtsvorming der marktpartijen is dan relatief gering. Bovendien zal een gegeven absolute exogene marktverstoring dan van relatief geringere betekenis zijn dan op een markt die een of meerdere der genoemde kenmerken zou missen.
- c) De koersfluctuaties van de betreffende valuta dienen op de lange termijn beperkt te blijven. Omvangrijke en/of veelvuldige koerswijzigingen maken een valuta als basisvaluta niet of in relatief mindere mate geschikt, gezien de hiermee gepaard gaande risico's van vermogensverliezen.

Genoemde voorwaarden die gesteld kunnen worden aan een basisvaluta vallen samen met de condities die Cohen geeft nl. "exchange convenience" en "capital certainty". "A currency has exchange convenience (is dus geschikt als basisvaluta) to the extent that it is both marketable and reversible. Marketability means low costs in exercise of purchasing power: if it is not possible to use the currency directly in acquiring goods and services or in making loans and investments, then it must

77) Swoboda, blz. 9

78) Swoboda blz. 10 en 11.

be possible to convert it into whatever currency is required for such purposes at a very low cost. Reversibility means a very small difference between the buying and selling prices (realisable value) of the currency at an instant of time. Both marketability and reversibility are a function of the size of the market for the currency".⁷⁹⁾ En vervolgens: "A currency has capital certainty to the extent that the issuing country's financial markets exhibit the favourable characteristics of depth, breadth and resiliency".⁸⁰⁾

Aangezien een monetaire autoriteit voor de wereld als geheel niet bestaat, is er ook geen supranationaal geld, dat alle functies van nationale valuta's zou kunnen overnemen en daarmee de laatstgenoemde geldeenheden overbodig zou maken. Dit betekent dat de functies van internationaal geld, in elk geval op particulier niveau, per definitie alleen uitgeoefend kunnen worden door nationaal geld en dat het bestaan van transactievaluta's het bestaan van een externe markt in een of meerdere nationale valuta's impliceert. Vanwege het feit dat de voordelen van internationaal geld op particulier niveau groter zijn naarmate het aantal valuta's dat als transactievaluta fungeert geringer is, ligt het tevens voor de hand dat deze functie uitgeoefend zal worden door één of door enkele valuta's, op regionale basis dan wel op wereldschaal.

De markt voor transactievaluta's kan georganiseerd worden door het bankwezen van het moederland dan wel het bankwezen der landen waar de betreffende valuta als internationaal geld fungeert. De vestigingsplaats enerzijds en de mogelijkheid om aan deposito- en krediettransacties in vreemde valuta een marginaal karakter toe te kennen anderzijds, maken het voor de banken in de laatstgenoemde landen mogelijk om effectief te concurreren met het financiële systeem van het land dat de

79) Cohen, blz. 27.

80) Cohen, blz. 27. De onder c) genoemde voorwaarde bij Swoboda is bij Cohen opgenomen in het begrip "exchange convenience".

basisvaluta emitteert. Daarmee zijn de voorwaarden voor het ontstaan van Eurovalutamarkten het meest gunstig voor de valuta's die als transactievaluta gebruikt worden.

In de 19e eeuw en nog lange tijd in de 20e eeuw is het pond sterling de transactievaluta bij uitstek geweest. Met name na de 2e wereldoorlog is deze rol echter in toenemende mate overgenomen door de dollar. Hoewel cijfermateriaal ontbreekt schat Cohen (in 1971) dat minstens een derde deel van de wereldhandel met U.S. dollars en twintig tot vijftwintig procent met het pond sterling gefinancierd wordt.⁸¹⁾ De grote betekenis van de dollar en de relatief geringere betekenis van het pond is door verschillende factoren te verklaren. De beperkte convertibiliteit van het pond in de jaren 1945 tot 1958 maakte deze valuta in dit verband minder aantrekkelijk. De devaluatie van 1949 vormde tevens een bewijs dat de waarde van het pond niet onveranderlijk was. De restricties die door de Bank of England werden afgekondigd in september 1957 en die een verbod inhielden voor het Engelse bankwezen om kredieten te verlenen in ponden aan niet-ingezetenen van de "sterling area", vormden een nieuwe factor voor de ondermijning van de positie van het pond als transactievaluta. "The curtailment of these sterling credits created a gap in the credit facilities available for financing of international trade".⁸²⁾ Een ander element dat door Yeager naar voren wordt gebracht, is de instabiliteit in het Britse monetaire en financiële beleid. "...the rapid reversibility of British policy has been comical at times. Balance of payments troubles have brought ad hoc responses such as exchange controls, tightening of domestic financial policy, and reversals of these actions. Reliance on such expedients creates dangers of improper timing, of anticipatory

81) Cohen, blz. 18

82) P. Einzig, Dollar deposits in London, *The Banker*, januari, 1960, blz. 24.

private actions, of overshooting the market and of intensified instability as a result. As for financial policy it can impair economic performance not only if it is consistently tight or consistently too loose but also if it is inconsistently too jerkey".⁸³⁾ Tenslotte kan nog genoemd worden de devaluatie van 1967. "After two devaluations in a generation, Britain's pledge of convertibility at a fixed rate of exchange elicits little faith anywhere".⁸⁴⁾ De laatstgenoemde devaluatie heeft de overgang van de internationale handel van een ponden- naar een dollarbasis blijkbaar versneld. "In many of the City's markets there is an increasing pressure to shift dealings from pounds to a dollar basis. One market, the diamond market already has shifted. Others are thinking of it, and may follow before long".⁸⁵⁾ Door genoemde oorzaken werd de internationale handel gestimuleerd een andere valuta te zoeken, die de functie van het pond als transactievaluta, in elk geval ten dele, kon overnemen. Dat hiervoor met name de dollar in aanmerking kwam is niet verwonderlijk. De voorwaarden waaraan een transactievaluta dient te voldoen waren voor de dollar, zeker in de jaren vijftig, in sterkere mate aanwezig dan voor elke andere valuta. Bovendien was de dollar in de jaren vijftig praktisch de enige valuta die voor deze functie beschikbaar was. "The dollar reached its pre-eminent position, of course, during and immediately following World War II, when there was in reality no other currency available to play a world role and when so much of our governmental assistance was made available in freely usable dollars. By the time some of the European countries achieved convertibility and large surpluses, the dollar was very deep entrenched in the usages of trade and payments throughout the world".⁸⁶⁾

83) L.B. Yeager, *International Monetary Relations; Theory, History and Policy*, 1966, blz. 394.

84) B.J. Cohen, *The reform of sterling*, 1969, blz. 31.

85) B.J. Cohen, *Sterling and the City, The Banker*, februari 1970, blz. 191.

86) R.V. Roosa, *Monetary Reform for the World Economy*, 1965, blz. 23.

Aldus werd na de 2e wereldoorlog de basis gelegd voor de U.S. dollar als transactievaluta.

Op het einde der jaren vijftig werd het bestaan van externe valutamarkten in technisch opzicht mogelijk door de opheffing der deviezenbeperkingen. Het Engelse bankwezen kon zich daarna, gezien zijn reeds eerder gememoreerde deskundigheid en ervaring met betrekking tot de internationale financiële transacties ontwikkelen tot het centrum van de Eurovalutamarkt, waarop de dollar een centrale positie inneemt. Tabel I.7 moge hiervoor een indicatie zijn. De betrokken banksystemen behoren tot de volgende landen: België-Luxemburg, Frankrijk, West-Duitsland, Italië, Nederland, Zweden, Zwitserland en Engeland.

Tabel I.7. Externe verplichtingen van de banksystemen van acht Europese landen in dollars en andere vreemde valuta (ultimo cijfers in miljarden dollars).

1		1963*	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
2	Dollars	7,4	9,6	11,4	14,8	18,1	26,9	46,2	58,7	70,8
3	Overige valuta's	2,7	2,6	2,8	3,7	4,3	6,9	11,4	16,6	27,1
4	Totaal	10,1	12,2	14,2	18,5	22,4	33,8	57,6	75,3	97,9
5	2 in procenten van 4	73	79	80	80	81	80	81	78	72

* Ultimo september.

Bron: Bank for International Settlements, Thirty-Seventh Annual Report, 1967, tabel: "Short-term liabilities and assets of ten countries' commercial banks in certain foreign currencies vis-à-vis non-residents", blz. 147 t/m 149 en Bank for International Settlements, Forty-Second Annual Report, 1972, tabel "External positions of reporting European banks in dollars and other foreign currencies", blz. 151.

Het relatief grote aandeel van de dollar in het geheel der externe deposito- en kredietmarkten is ten dele een uitdrukking van de overheersende betekenis van de dollar als basisvaluta. Voor de financiering van internationale goederen-, diensten- en kapitaalbewegingen, wordt immers vooral de dollar gebruikt. In een ander opzicht speelt hierbij ook de functie van de dollar als sleutelvaluta een rol. Na de tweede wereldoorlog heeft de U.S. dollar zich enerzijds ontwikkeld tot interventievaluta, waarmee monetaire autoriteiten een systeem van vaste wisselkoersen realiseren, anderzijds heeft de U.S. dollar zich ontwikkeld tot de belangrijkste reservevaluta. De functie van de U.S. dollar als interventievaluta houdt waarschijnlijk nauw verband met de functie van de dollar als transactievaluta. Cohen stelt in dit verband: "...widespread use for transactions purposes is a necessary condition for a currency to be used widely for intervention purposes, since governments can minimize the transactions costs of intervention only by confining their support operations to the broadest of all currency markets."⁸⁷⁾ Daarnaast ontwikkelde de U.S. dollar zich tot de belangrijkste reservevaluta.⁸⁸⁾ Hiervoor zijn de volgende punten van essentiële betekenis geweest, zonder dat we deze nader zullen analyseren:

87) Cohen, *The Future of Sterling as an International Currency*, blz. 30.

88) Een interventievaluta behoeft zich niet noodzakelijkerwijze tot reservevaluta te ontwikkelen. Het is zeer wel denkbaar dat monetaire autoriteiten de reserves in andere vormen wensen aan te houden (goud, S.D.R.'s of andere schuldtitels, geëmitteerd door een internationale organisatie) die niet gebruikt kunnen worden als interventiemiddel op valuta-markten. Indien echter een interventievaluta niet meer convertibel is, gaat deze valuta noodzakelijkerwijze ook een reservefunctie uitoefenen indien het betreffende land betalingsbalanstekorten heeft.

- a) De goud-convertibiliteit van de U.S. dollar na W.O.II; dit in tegenstelling tot alle overige valuta's die niet in goud omwisselbaar zijn.
- b) De mogelijkheid voor centrale banken om dollarreserves rente-gevend te beleggen.

Dit laatste element is van bijzondere betekenis voor landen die relatief geringe reserves bezitten, zeker indien het reserve-niveau dermate laag is, dat de convertibiliteit van de eigen valuta niet of slechts in beperkte mate mogelijk is.

Het feit dat de U.S. dollar ook reservevaluta is, impliceert het bestaan van een beleggingsprobleem. Voor monetaire autoriteiten kan de te ontvangen rente mede van betekenis zijn voor de samenstelling van hun dollaractiva. Aangezien de rente op Eurodollardeposito's hoger ligt dan het rendement op een qua looptijd en risico gelijkwaardige belegging op de U.S.-geldmarkt, zijn beleggingen in Eurodollars voor monetaire autoriteiten vanuit dit gezichtspunt aantrekkelijk.⁸⁹⁾ In de praktijk houden vele centrale banken hun reserves dan ook ten dele op de Eurodollarmarkt aan. Gezien het feit dat van de verschillende valuta's alleen de dollar op universele schaal als officiële internationale reserve fungeert bestaat er op de Eurodollarmarkt een belangrijke categorie houders van Eurodollartegoeden die voor alle mogelijke overige externe depositomarkten van relatief geringe betekenis is.⁹⁰⁾ Aldus heeft het hierboven gesignaleerde beleggingsprobleem, voortvloeiend uit de reservefunctie van de U.S. dollar, de eenzijdige nadruk van de dollarcomponent in de externe depositomarkten, die reeds verwacht mocht worden uit hoofde van de transactiefunctie van de dollar, nog versterkt.

89) Uiteraard zullen met name bij monetaire autoriteiten ook andere factoren dan de rente een rol spelen bij de keuze van de activa waarin de reserves worden belegd. Met name voor vele ontwikkelingslanden zal de renteopbrengst op Eurodollars echter een belangrijke en vaak doorslaggevende factor vormen om hun reserves ten dele in de vorm van Eurodollardeposito's aan te houden.

90) Binnen regionale verbanden fungeert op beperkte schaal met name het pond sterling en de Franse franc als reservevaluta. De monetaire autoriteiten van de betreffende landen kunnen in principe deze reserves aanhouden in de vorm van Euro-sterling en Euro-franc. De betekenis van het pond en de franc als reservevaluta is, in vergelijking met de dollar, echter relatief gering.

2.4. *De betekenis van enkele andere specifieke factoren voor het ontstaan van de Eurodollarmarkt.*

In de subparagrafen 2.1. en 2.2. is de betekenis van internationale renteversillen voor het bestaan van externe deposito- en kredietmarkten in het algemeen, en voor de Eurodollarmarkt in het bijzonder behandeld. Vervolgens kwam in 2.3. de betekenis van de U.S. dollar als internationale valuta aan de orde. Daarnaast zijn er echter nog enkele specifieke factoren waaraan voor het ontstaan en de ontwikkeling van de Eurodollarmarkt enige invloed toegekend kan worden. Het is echter niet mogelijk om de kwantitatieve betekenis van de bedoelde elementen te bepalen. Waarschijnlijk hebben zij in de beginjaren van de Eurodollarmarkt een rol van enige betekenis gespeeld. In het onderstaande zullen we ons dan ook beperken tot een globale weergave van en een korte toelichting bij de bewuste factoren.

In de beginjaren van de Eurodollarmarkt is de gerichtheid van het Amerikaanse bankwezen op het binnenland van enige betekenis. In 1957 werden door de Bank of England beperkingen opgelegd aan het Engelse bankwezen om ponden- kredieten te verlenen voor de financiering van de internationale transacties tussen derde landen.⁹¹⁾ De meest voor de hand liggende oplossing voor de hiermee gepaard gaande financieringsproblemen zou volgens Einzig het Amerikaanse bankwezen geboden moeten hebben. "The natural solution would have been for New York banks to seize upon the opportunity to take London's place in the financing of such trade. But, generally speaking, American banks were kept too fully occupied with expanding domestic credit requirements to be too keen on increasing their foreign commitments suddenly and substantially".⁹²⁾ In dezelfde geest stelt Henning Brandes: "Ungeachtet seiner Stellung als führendes Leit- und Reservewährungszentrum der Welt ist der Geld-

91) Reading, in Chalmers (ed.), blz. 75 en Einzig, blz. 35.

92) Einzig, blz. 35.

und Kreditmarkt der Vereinigten Staaten rein binnenorientiert; er ist ausschliesslich auf die Erfordernisse der nationalen amerikanischen Geld- und Kreditpolitik ausgerichtet."⁹³⁾ Op het einde der jaren vijftig wordt de wereld buiten de V.S. dan ook geconfronteerd met het feit dat aan een groeiende vraag naar dollarkredieten niet of slechts in beperkte mate wordt voldaan door het Amerikaanse bankwezen. Anderzijds echter vertonen de buitenlandse tegoeden bij het bankwezen in de V.S. een voortdurende stijging onder invloed van de U.S. betalingsbalanstekorten. Henning Brandes concludeert dan ook: "Die Entwicklung eines Marktes für den Ausgleich von Angebot und Nachfrage nach Dollar-Krediten ausserhalb der Vereinigten Staaten, des Euro-Dollar Marktes, stellt mithin unter den geschilderten Umständen eine fast zwangsläufige Entwicklung dar".⁹⁴⁾

Zuiver politieke factoren zijn waarschijnlijk eveneens van betekenis geweest voor het ontstaan van de Eurodollarmarkt. Op het einde der vijftiger jaren is een relatief belangrijk aanbod van dollars bij het Eurobankwezen afkomstig van de centrale banken van de Oostbloklanden. Holmes en Klopstock stellen zelfs: "The original impetus for the postwar development of the Continental dollar market is believed to have arisen from the desire of several banks in Eastern Europe to leave their dollar balances with their correspondents in France and England rather than carrying them in their own name in the United States."⁹⁵⁾ Angst voor een mogelijke blokkering van de dollartegoeden die deze banken in New York onder eigen naam aanhielden kan hierbij een motief zijn geweest; met name bij ernstige politieke moeilijkheden zou een dergelijke maatregel denkbaar zijn. Volgens Einzig echter moet het gedrag van de Cost-Europese banken op een andere wijze verklaard worden. "But in all probability their main motive

93) Henning Brandes, *Der Euro-Dollarmarkt*, 1968, blz. 91

94) Henning Brandes, blz. 94.

95) Holmes en Klopstock, blz. 197.

was a desire to prepare the ground for borrowing Eurodollars at a later stage and to create a goodwill with London and Paris banks for that purpose".⁹⁶⁾ Aangezien het aan Amerikaanse banken in de jaren vijftig en zestig verboden was kredieten te verlenen aan communistische landen, zou een eventuele goodwill van laatstgenoemde landen bij het Amerikaanse bankwezen in dit opzicht geen toekomstig resultaat kunnen opleveren.⁹⁷⁾

Tenslotte kan nog een factor van geografische aard onderscheiden worden, namelijk de afstand tussen de V.S. en Europa. Het hiermee gepaard gaande tijdsverschil leidt ertoe dat de financiële centra in Europa en de V.S. slechts gedurende enkele uren per dag tegelijkertijd toegankelijk zijn. Het is in dit opzicht dan ook met name voor ingezetenen van Europa aantrekkelijker dollarmiddelen aan te houden bij Europese banken in plaats van bij U.S. banken. Deze factor wordt genoemd door Reiersen⁹⁸⁾ en is verder uitvoerig beschreven door Henning Brandes.⁹⁹⁾ Genoemde factoren zijn, naar onze mening in de beginjaren van de Eurodollarmarkt waarschijnlijk van enige betekenis geweest, in die zin dat zij een positieve invloed hebben uitgeoefend op het ontstaan van de Eurodollarmarkt. Naar onze mening is hun betekenis voor de spectaculaire ontwikkeling van de Eurodollarmarkt in de jaren zestig echter zeer gering.

96) Einzig, blz. 30.

97) In de jaren zestig hebben de banken van de communistische landen regelmatig krediet opgenomen op de Eurodollarmarkt. (Zie Einzig, blz. 71).

98) Reiersen, blz. 9.

99) Henning Brandes, blz. 106 tot en met 108.

3. De Eurodollarmarkt als een nieuwe internationale geldmarkt.

3.1. *De traditionele en de nieuwe internationale geldmarkt.*

Het Eurobankwezen trekt middelen aan in de vorm van dollardeposito's, met een looptijd tot meestal één jaar en verleent overwegend kortlopende kredieten. Gezien het feit dat zowel deposanten als kredietnemers bij Eurobanken over het algemeen niet-ingezetenen zijn wordt de Eurodollarmarkt vaak getypeerd als een internationale geldmarkt. Johnson spreekt in dit verband over de Eurovalutamarkt als een "new international money market".¹⁰⁰⁾ Klopstock verdeelt de internationale geldmarkten in twee groepen: "First there are several major national money markets in which non-residents have traditionally sought outlets for temporarily unemployed funds, either making use of the major short-term securities or placing time deposits with the banking institutions that are part of these markets. Second, and of more recent origin, are foreign-currency deposit markets for a variety of currencies, notably United States dollars".¹⁰¹⁾ De indeling van de internationale geldmarkten in twee groepen van Klopstock, vindt men ook terug bij Boesch, als hij spreekt over de klassieke internationale geldmarkt enerzijds en over de Eurogeldmarkt anderzijds.¹⁰²⁾ Internationale geldtransacties worden toegerekend aan de klassieke internationale geldmarkt indien zij plaatsvinden tussen "...einem Geldmarktpartner des Landes A und einem Marktpartner des Landes B in der Währung A oder in der Währung B ...".¹⁰³⁾ In wezen komt dit er dus op neer dat transacties toegerekend worden

100) Johnson, blz. 6.

101) F.H.Klopstock, The International Money Market: Structure, Scope and Instruments, *The Journal of Finance*, mei 1965, blz. 182-183.

102) G. Boesch, *Der internationale Geldmarkt seit der Wiederherstellung der Konvertibilität der Währungen*, 1969, blz. 13.

103) Boesch, blz. 13.

aan de internationale geldmarkt, als niet-ingezetenen optreden als vragers naar of als aanbieders van middelen op de betreffende nationale geldmarkt. De internationale geldmarkt is daarmee de optelsom van een aantal specifieke afdelingen van nationale geldmarkten, namelijk de deelmarkten waarop niet-ingezetenen aan de vraag- en/of aanbodzijde als marktdeelnemers optreden. Het internationale element op de klassieke internationale geldmarkt is dan ook van relatief geringe betekenis. Er is immers geen sprake van een naast de nationale geldmarkten bestaande internationale geldmarkt, die een min of meer zelfstandig leven leidt. Elke transactie op de traditionele internationale geldmarkt kan toegerekend worden aan een nationale geldmarkt, namelijk aan de geldmarkt van het land waarvan de valuta wordt verhandeld onder de op de betreffende markt heersende marktvoorwaarden. Zonder het bestaan van nationale geldmarkten is het bestaan van de internationale geldmarkt in bovengenoemde zin ondenkbaar.

De Eurodollarmarkt is een geldmarkt waarvan het internationale karakter veel verder reikt dan bij de klassieke internationale geldmarkt. Einzig stelt met betrekking tot de eerstgencemde markt: "It has created a truly international money market and has developed a structure of international interest rates that is entirely without precedent."¹⁰⁴⁾ Op dezelfde wijze uit zich de Bank of England: "The Eurodollar market ... has emerged as a truly international short-term money market, providing attractive opportunities for short-term investment, and at the same time relative easy and cheap access to short-term finance".¹⁰⁵⁾

Het internationale karakter van de Eurodollarmarkt komt op verscheidene manieren in sterkere mate naar voren dan bij de traditionele internationale geldmarkt. Allereerst is de

104) Einzig, blz. 4.

105) Bank of England, blz. 107.

verhandelde valuta op de Eurodollarmarkt, veelal van een ander land dan de marktpartijen, in tegenstelling tot de verhandelde valuta op de klassieke internationale geldmarkt. Vervolgens zijn de rentestanden en andere marktomstandigheden op de Eurodollarmarkt relatief onafhankelijk van nationale geldmarkten. De rentetarieven op de U.S. geldmarkt zijn weliswaar van invloed op de rente op de Eurodollarmarkt, maar vormen niet de bepalende factoren. Zou de Eurodollarmarkt een internationale geldmarkt in de klassieke zin zijn, dan zou de rente op de U.S. geldmarkt direct de rente op de Eurodollarmarkt bepalen. Een ander verschil met de klassieke internationale geldmarkt is de geografische decentralisatie. Hoewel Londen het centrum van de Eurodollarmarkt is, zijn er elders in de wereld vele banken die middelen aantrekken in de vorm van dollardeposito's en deze middelen gebruiken om kredieten te verlenen. De klassieke internationale geldmarkt daarentegen vormt altijd een onderdeel van een of enkele nationale geldmarkten. Het internationale karakter van de Eurodollarmarkt reikt dan ook veel verder dan dat van de traditionele internationale geldmarkt.

De Eurodollarmarkt wordt door Stem getypeerd als "...a market for financial assets in an existing currency, not a new currency".¹⁰⁶⁾ Elders zegt hij: "The Eurodollar system is a credit system rather than a monetary system, even though the institutions which constitute its operating base are banks within their own domestic monetary systems".¹⁰⁷⁾ We menen dat Stem nauw aansluit bij degenen die de Eurodollarmarkt kenschetsen als een internationale geldmarkt. De benadering van Stem echter biedt het voordeel dat daarin expliciet naar voren komt dat de Eurodollarmarkt niet heeft geleid tot een nieuwe internationale geldvorm. Met name in de financiële pers, maar ook in de kring van theoretici bestaat hierover vaak verwarring. Verwezen zij hier slechts naar Friedman die

106) Stem, blz. 36

107) Stem blz. 44.

Eurodollars vergelijkt met "Chicago dollars" , dus dollarverplichtingen van banken in Chicago en Korteweg en Keesing die Eurodollars betitelen als een "internationaal betaalmiddel".¹⁰⁸⁾ Eurodollars missen echter de essentiële kenmerken van geld te weten ruilmiddel en/of rekeneenheid, die "Chicagodollars" en elk ander nationaal of internationaal betaalmiddel wel bezitten. Het overgrote deel der Eurodollardeposito's zijn immers termijndeposito's en als zodanig dus ongeschikt om als geld te fungeren. Verder zijn zowel banken als niet-banken niet bereid Eurodollartegoeden als ruilmiddel te accepteren en evenmin fungeert de Eurodollar als rekeneenheid zoals de U.S. dollar.¹⁰⁹⁾ Dit impliceert dat elke transactie op de Eurodollarmarkt te weten de vorming van Eurodollardeposito's de interbancaire kredietverlening en de kredietverlening aan niet-banken, leidt tot debiteringen en crediteringen in de boeken van het U.S. bankwezen. In deze zin vormt het Eurodollarsysteem geen nieuw monetair systeem. Hieruit mag men echter niet concluderen dat de monetaire consequenties van het bestaan van de Eurodollarmarkt van geen of slechts van geringe betekenis zijn.¹¹⁰⁾

3.2. *De marktpartijen op de Eurodollarmarkt.*

Het aanbod van en de vraag naar middelen op de Eurodollarmarkt kan afkomstig zijn van alle mogelijke bronnen uit alle werelddelen. Een veelvuldig gemaakt onderscheid in de marktpartijen is het volgende:¹¹¹⁾

- a) officiële instellingen (met name centrale banken, inclusief de B.I.B.),
- b) handelsbanken,
- c) niet-banken.

108) M. Friedman, *The Euro-dollar Market: Some First Principles, The Morgan Guaranty Survey*, oktober 1969, blz. 5 en Korteweg en Keesing, blz. 256.

109) *Stem*, blz. 40 tot en met 43.

110) Hierop wordt in de volgende hoofdstukken nog uitvoerig ingegaan.

111) De gegeven indeling vindt men o.a. bij de Bank for International Settlements, 1964, blz. 131-132 en bij Wayne Clendenning, blz. 43.

Het aanbod van middelen op de Eurodollarmarkt van de zijde der centrale banken kan rechtstreeks dan wel indirect, via swaptransacties met het binnenlandse bankwezen, geschieden. In het eerste geval vormen monetaire autoriteiten (eventueel via de B.I.B.) dollardeposito's bij Eurobanken. Het meest voor de hand liggende motief voor een dergelijk gedragspatroon is de hogere rente die monetaire autoriteiten dan ontvangen over hun reserves in vergelijking met een belegging in de Verenigde Staten. Hoewel dit argument voor elke individuele centrale bank een rol kan spelen is het naar onze mening van relatief grote betekenis voor de monetaire autoriteiten van ontwikkelingslanden, voor wie de Eurodollarmarkt de mogelijkheid biedt hun deviezenreserves, door de hogere rente, extra te vergroten. Middelen afkomstig van monetaire autoriteiten kunnen ook op andere wijze namelijk via swaptransacties met de handelsbanken, op de Eurodollarmarkt geplaatst worden. Hierbij stellen de monetaire autoriteiten dollars aan het commerciële bankwezen ter beschikking, ter belegging in het buitenland, onder gelijktijdige terugkoop van de dollars op termijn door de monetaire autoriteiten. Swaptransacties zijn regelmatig uitgevoerd door de Nederlandse, Italiaanse en Duitse monetaire autoriteiten. ¹¹²⁾

Handelsbanken kunnen als aanbieders van middelen op de Eurodollarmarkt verschijnen indien zij beschikken over vrije liquiditeitsreserves. Gezien het feit dat vele nationale geldmarkten slechts beperkte beleggingsmogelijkheden bieden, worden vrije bancaire reserves vaak aangehouden in de vorm van Eurodollardeposito's, indien de rentestanden op de Eurodollarmarkt in vergelijking met de rente op de binnenlandse geldmarkt daartoe aanleiding geven.

112) Communautés Européennes, Comité monétaire, *La politique monétaire dans les pays de la Communauté économique européenne, Institutions et instruments*, 1972, blz.71 en 72. In hoofdstuk IV wordt nog nader teruggekomen op deze swaptransacties.

Een derde aanbodcategorie van middelen op de Eurodollar-markt wordt gevormd door niet-bancaire instellingen (de grote internationale concerns, verzekeringsmaatschappijen en internationale beleggingsmaatschappijen). Van deze instellingen mag men aannemen dat zij omvangrijke inkomende en uitgaande geldstromen, luidende in U.S. dollars bezitten en dat hun liquide middelen, ten dele, eveneens uit dollars bestaan. Gezien de rente op en de looptijdstructuur van Eurodollardeposito's is het vaak aantrekkelijk deze middelen gedeeltelijk aan te houden in Eurodollars in plaats van in andere beleggingsvormen.

Omtrent de kwantitatieve betekenis van de verschillende aanbodcategorieën in de loop van de tijd is weinig met zekerheid bekend, aangezien in het beschikbare cijfermateriaal met betrekking tot de omvang van de Eurodollardeposito's de verdeling over de verschillende aanbodcategorieën gedeeltelijk ontbreekt. Volgens Altman vormen de officiële instellingen tot de zomer van 1962 waarschijnlijk de belangrijkste aanbodcategorie, gevolgd door de niet-banken en commerciële banken.¹¹³⁾ Volgens de B.I.B. hebben laatstgenoemde instellingen in de beginjaren van de Eurodollarmarkt een rol van relatief geringe betekenis gespeeld. "So far as Euro-dollars are concerned the banks' contribution appears to have been smaller than those of non-banks and official institutions".¹¹⁴⁾

In 1963 daarentegen is het aandeel van de niet-banken in de totale omvang van de Eurodollardeposito's waarschijnlijk het grootst.¹¹⁵⁾ Voor de periode na 1963 is enig cijfermateriaal beschikbaar, waardoor men een (overigens zeer beperkt) inzicht kan verkrijgen in de omvang van Eurodollars in handen van niet-banken en monetaire autoriteiten. Een deel der dollardeposito's in handen van niet-banken en aangehouden bij Eurobanken in acht landen blijkt uit tabel I.8.

113) O.L. Altman, *Recent Developments in Foreign Markets for Dollars and Other Currencies, Staff Papers*, maart 1963, blz. 57.

114) Bank for International Settlements, 1964, blz. 133.

115) Bank for International Settlements, 1964, blz. 133.

De betreffende acht landen zijn: België-Luxemburg, Frankrijk, West-Duitsland, Italië, Nederland, Zweden, Zwitserland en Engeland.

Tabel I.8. Externe dollarverplichtingen van banken in acht Europese landen (ultimocijfers in miljarden U.S. dollars).

	Totaal	Niet-banken
december 1964	9,0	1,8
december 1965	11,0	2,2
december 1966	14,8*	4,1*
juni 1967	14,9	4,1
december 1967	18,1	4,7
juni 1968	22,4	6,4
december 1968	26,9	6,2
juni 1969	38,0	8,7
december 1969	46,2	10,5
juni 1970	49,4	11,0
december 1970	58,7	11,2
juni 1971	61,9	10,9
december 1971	70,8*	10,0*

* Begin nieuwe reeks

Bron: voor de cijfers per ultimo december 1964 en 1965: Bank for International Settlements, Annual Report, 1968-1969, tabel "Estimated size of the Euro-dollar market", blz.149; voor de cijfers na 1965: Bank for International Settlements, Annual Report 1971-1972, tabel "External positions of reporting European banks in dollars and other foreign currencies", blz. 151.

In de totaal kolom van tabel I.8. zijn ook de interbancaire Eurodollardeposito's opgenomen, terwijl in de kolom die op niet-banken betrekking heeft, de dollarverplichtingen van de betreffende banken ten opzichte van ingezetenen ontbreken. De niet-bancaire Eurodollardeposito's die worden aangehouden bij banken in andere landen dan die waarop tabel I.8. betrekking heeft, komen in de totaal-kolom óf niet naar voren óf als deposito's aangehouden door banken bij de gegeven landengroep.

Een globale indicatie voor de omvang van de Eurodollardeposito's afkomstig van monetaire autoriteiten blijkt uit tabel I.9.

Tabel I.9. Officieel bezit aan Eurodollars en niet-geïdentificeerde officiële valuta-reserves (ultimo cijfers in miljarden S.D.R.'s)

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
Geïdentificeerde officiële houders van Eurodollars:1)								
Tien geïndustrialiseerde landen 2)	0,5	0,5	1,0	1,0	1,8	1,7	4,1	2,6
Overige geïndustrialiseerde landen 3)	0,3	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5	0,8	0,9
Sub-totaal:	0,8	0,8	1,4	1,5	2,3	2,2	4,9	3,5
Meer ontwikkelde landen	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	1,4	1,4
Ontwikkelingslanden	0,2	0,4	0,4	0,7	0,9	1,6	2,9	4,4
Sub-totaal	0,5	0,6	0,7	0,9	1,3	2,1	4,2	5,8
Totaal	1,3	1,4	2,0	2,4	3,6	4,3	9,2	9,3
Niet-geïdentificeerde officiële houders van Eurodollars en overige reservebronnen 4)	-0,6	-0,2	-0,4	-1,7	-1,1	0,4	2,8	8,0

1) De cijfers zijn gebaseerd op door het I.M.F. verkregen informatie van 58 landen.

2) België, Canada, Frankrijk, West-Duitsland, Italië, Japan, Nederland, Zweden, Zwitserland en Engeland.

3) Oostenrijk, Denemarken en Noorwegen.

4) Inclusief asymmetrieën in de cijfers met betrekking tot reserves en verplichtingen.

Bron: International Monetary Fund, Annual Report 1972, tabel 10, blz. 30.

Aan de vraagzijde van de Eurodollarmarkt kan men dezelfde indeling in marktpartijen geven als aan de aanbodzijde. De kredietverlening van het Eurobankwezen aan monetaire autoriteiten is echter van te verwaarlozen betekenis.¹¹⁶⁾

Het Eurodollarkrediet kan gebruikt worden voor de financiering van alle mogelijke transacties. In de beginjaren van de Eurodollarmarkt wordt Eurodollarkrediet hoofdzakelijk gebruikt voor de financiering van de internationale handel.¹¹⁷⁾ In latere jaren komen echter ook velerlei andere doeleinden naar voren. Voor algemene banken kan Eurodollarkrediet een alternatief zijn voor een kredietopname op de binnenlandse geldmarkt ter aanvulling van de kasreserves. Met name het U.S. bankwezen heeft in het verleden voor dit doel omvangrijke Eurodollarkredieten opgenomen.¹¹⁸⁾ Eurodollarkrediet blijkt eveneens een belangrijke rol te vervullen voor de financiering van de activiteiten van buitenlandse vestigingen van Amerikaanse en Britse ondernemingen.¹¹⁹⁾ Daarnaast wordt Eurodollarkrediet in een aantal landen gebruikt voor de financiering van louter binnenlandse transacties. Bekende voorbeelden in dit verband worden gevormd door de kredieten aan de Britse lokale autoriteiten en aan Japan in het begin der zestiger jaren.¹²⁰⁾ Het is opnieuw het gebrek aan statistisch materiaal met betrekking tot de kredietnemers enerzijds en de doeleinden waarvoor Eurodollarkrediet wordt gebruikt anderzijds, dat ons dwingt tot bovengenoemde globale uitspraken. Alleen de B.I.B. verschaft enig

116) Afgezien van de banken van het oostblok wordt voor zover ons bekend alleen door de Belgische centrale overheid regelmatig krediet opgenomen bij het Eurobankwezen. Zie in dit verband: F.E. Morris and J.S. Little: *The Eurodollar market Today: Size, Scope and Participants*, in Prochnow (ed.), blz. 66.

117) Klopstock, blz. 204.

118) In een volgende sub-paragraaf zal hierop nader worden ingegaan.

119) Morris en Little, blz. 63.

120) Morris en Little, blz. 65.

cijfermateriaal ten aanzien van de dollarvorderingen van het bankwezen van acht (bij tabel I.8. genoemde) landen, waarin de vorderingen op niet-banken ten dele naar voren komen, zoals uit tabel I.10 blijkt.

Tabel I.10. Externe dollarvorderingen van banken in acht Europese landen (ultimocijfers in miljarden U.S. dollars)

	Totaal	Niet-banken
december 1964	9,0	2,3
december 1965	11,5	3,3
december 1966	16,0 *	2,1 *
juni 1967	16,6	2,7
december 1967	19,9	3,4
juni 1968	25,6	4,3
december 1968	30,4	5,2
juni 1969	42,3	5,9
december 1969	47,6	6,1
juni 1970	52,0	8,6
december 1970	60,4	11,9
juni 1971	65,1	14,0
december 1971	71,7 *	14,4 *

* Begin nieuwe reeks.

Bron: zie bron tabel I.8.

In de totaalkolom komen evenals in tabel I.8 aanzienlijke dubbeltellingen voor als gevolg van de interbancaire kredietverlening, terwijl de dollarvorderingen van de banken in de betreffende landen op ingezetenen in geen der beide kolommen zijn opgenomen. Voor zover Eurodollarkrediet aan niet-banken verleend is door banken in andere landen dan die waarop tabel I.10. betrekking heeft, komt dit óf niet naar voren in tabel I.10 óf alleen in de totaalkolom, namelijk als een vordering op banken buiten de bedoelde groep van acht landen.

4. De groei van de Eurodollarmarkt.

4.1. *De statistieken van de Bank voor Internationale Beta- lingen.*

Om de groei van de Eurodollarmarkt aan te geven is het noodzakelijk te beschikken over relevant cijfermateriaal. Zowel bij de verzameling van cijfers als bij interpretatie daarvan doen zich verscheidene problemen voor. Eurodollarposito's vormen dollarverplichtingen van banken buiten de V.S., maar niet alle dollarverplichtingen zijn Eurodollardeposito's. Voor zover een dollarverplichting van een bank buiten de V.S. het resultaat is van een door een Amerikaanse bank verleend krediet is er geen sprake van een Eurodollarposito. In statistisch opzicht doet zich dan ook het probleem voor om de dollarverplichtingen die het gevolg zijn van kredieten te scheiden van de verplichtingen die het resultaat zijn van de aantrekking van dollardeposito's. Verder behoeft een Eurodollar-krediet niet persé tot uitdrukking te komen in een dollar-vordering van een Eurobank op de kredietnemer en is een dollar-krediet, verleend door een bank buiten de V.S., niet altijd te beschouwen als een Eurodollarkrediet. Een en ander komt duidelijk naar voren in het geval dat een Eurobank de ontvangen dollars omzet in een andere valuta respectievelijk dollar-kredieten verstrekt nadat binnenlandse valuta door de betreffende bank is omgezet in U.S. dollars. Bovendien is de dollarpositie van het Eurobankwezen ten opzichte van de V.S. het gevolg van een "...mixture of Eurodollar and non-Eurodollar transactions".¹²¹⁾ In al deze gevallen is in statistisch opzicht het probleem om te bepalen welke transacties in dollars en andere valuta wel en welke niet als Eurodollartransacties beschouwd kunnen worden.

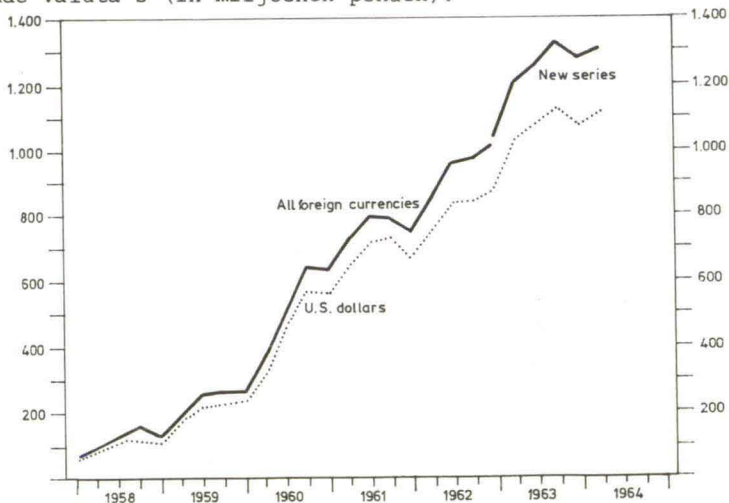
De interbancaire kredietverlening speelt, zoals reeds eerder aangegeven, een belangrijke rol op de Eurodollarmarkt. In dit verband doet zich de vraag voor of deze bij de bepaling van de omvang van de Eurodollarmarkt in het cijfermateriaal

121) Bank for International Settlements, 1965, blz. 132.

opgenomen dient te worden of dat deze achterwege dient te blijven. Indien dit laatste het geval zou zijn, doet zich het probleem voor of ook de primaire Eurodollardeposito's, afkomstig van banken, geëlimineerd dienen te worden. Voor zover cijfermateriaal beschikbaar is, zijn de gegevens in bepaalde opzichten onvolledig en niet altijd homogeen als gevolg van verschillen in berekeningswijze en in rapportering door de individuele centrale banken.¹²²⁾

Voor de periode tot 1963 is er geen cijfermateriaal beschikbaar over de omvang van de Eurodollarmarkt. Een globale indicatie voor de groei van de Eurodollarmarkt in deze periode zou volgens de B.I.B., gevormd kunnen worden door de ontwikkeling van de "...liabilities and claims on non-residents of the overseas and foreign banks and accepting houses in Londen".¹²³⁾ In de onderstaande grafiek komen deze naar voren.

Externe verplichtingen van Engelse banken in dollars en andere vreemde valuta's (in miljoenen ponden).



Bron: Bank of England, Quarterly Bulletin, juni 1964, "External Liabilities of U.K. banks in U.S. dollars and all foreign currencies", blz. 100.

122) Bank for International Settlements, 1965, blz. 132.

123) Bank for International Settlements, 1964, blz. 130.

Voor de periode vanaf 1963 heeft de B.I.B. cijfermateriaal verzameld dat een globale indicatie geeft met betrekking tot de ontwikkeling van de Eurodollarmarkt. De B.I.B. geeft de externe positie in dollars van de banksystemen van landen die regelmatig aan haar rapporteren: België-Luxemburg, Frankrijk, West-Duitsland, Italië, Nederland, Zweden, Zwitserland en Engeland. Daarnaast publiceert de B.I.B. nog enige gegevens die betrekking hebben op de externe dollarpositie van het Canadese en Japanse bankwezen. De buitenlandse dollarpositie van de banksystemen van genoemde landen gezamenlijk blijkt uit tabel I.11.

De tabel I.11 geeft slechts een beperkt inzicht in de omvang van de Eurodollarmarkt. Allereerst hebben de dollarverplichtingen alleen betrekking op de banksystemen van acht, respectievelijk tien landen en niet op de banksystemen van alle landen buiten de V.S. Vanuit dit oogpunt is het gegeven overzicht onvolledig. Vervolgens zijn niet alle dollarverplichtingen van genoemde banksystemen een gevolg van het aantrekken van Eurodollardeposito's maar kunnen ook het resultaat zijn van kredietverlening door Amerikaanse banken. In dit opzicht geeft de tabel een overschatting van de omvang der Eurodollardeposito's. Verder zijn de dollarverplichtingen en -vorderingen van de bedoelde banken ten opzichte van niet-bancaire ingezetenen in I.11 niet opgenomen vanwege het feit dat hierover niet voldoende cijfermateriaal beschikbaar is.¹²⁴⁾ Tenslotte komen zowel aan de activa- als aan de passiva-zijde van tabel I.11 omvangrijke dubbelstellingen voor, vanwege de interbancaire kredietverlening. Om de ondoorzichtigheid van tabel I.11 als gevolg van genoemde factoren ten dele op te heffen geeft de B.I.B. in haar jaarverslagen nog tabellen met de titel: "Estimated (net) size of the Euro-dollar (Euro-currency) market".¹²⁵⁾ Deze overzichten hebben betrekking op een gedeelte van de dollarposities van de banksystemen in de groep van de acht eerder genoemde landen en zijn weergegeven in tabel I.12.

124) Bank for International Settlements, 1965, blz. 132 en 1972 blz. 154.

125) De titulatuur die de B.I.B. hanteert is niet elk jaar gelijklopend.

Tabel I.11. Externe positie in dollars van acht respectievelijk tien banksystemen in de periode 1963 tot en met 1971 (ultimo cijfers in miljarden U.S. dollars).

	activa		passiva	
	acht landen	tien landen	acht landen	tien landen
1963 september	7,5	12,0	7,4	11,6
december	-	-	-	-
1964 maart	7,6	11,7	7,1	11,6
juni	-	-	-	-
september	8,0	12,8	8,1	12,8
december	9,0	14,4	9,7	14,6
1965 maart	8,9	14,0	9,2	14,1
juni	9,1	14,0	9,1	13,9
september	10,1	15,5	9,8	14,7
december	11,6	16,9	11,4	16,3
1966 maart	11,4	16,4	10,5	15,1
juni	12,3	17,3	11,5	16,1
september	14,1	19,4	13,1	17,4
december	16,1	21,8	14,8	19,4
1967 maart	15,3	21,7	14,3	19,2
juni	16,6	22,1	14,9	20,2
september	18,2	24,3	16,5	21,8
december	19,9	27,7	18,1	24,0
1968 maart	22,3	29,0	20,3	26,2
juni	25,6	32,7	22,4	28,5
september	27,4	35,1	23,7	29,9
december	30,4	38,6	26,9	33,5
1969 maart	33,7	42,5	29,9	37,1
juni	42,3	52,3	38,0	45,2
september	44,8	55,5	41,5	49,0
december	47,6	59,3	46,2	54,3
1970 maart	47,0	58,2	46,1	54,3
juni	52,0	64,0	49,4	58,2
september	52,9	66,0	50,2	59,2
december	60,4	74,7	58,7	68,8
1971 maart	62,5	75,6	59,6	69,3
juni	65,1	78,1	61,9	71,9
september *	63,4	76,6	62,4	73,7
december	71,7	84,6	70,8	83,1

* Begin nieuwe reeks.

Bron: De tabel is samengesteld met behulp van de overzichten "Short-term liabilities and assets of ten countries' commercial banks in certain foreign currencies vis-à-vis non-residents". Deze tabellen vindt men terug in de hoofdstukken over de Eurovalutamarkt in de verslagen van de B.I.B. over de jaren 1965-1966 tot en met 1970-1971. In het verslag over het jaar 1971-1972 is de betreffende tabel getiteld "External liabilities and assets of banks in individual reporting countries in dollars and other foreign currencies".

Tabel I.12. Netto-omvang van de Eurodollarmarkt (ultimo cijfers in miljarden U.S. dollars)

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971 ¹⁾
Verplichtingen aan Verenigde Staten	1,5 ²⁾	1,3 ²⁾	1,1	1,7	3,2	3,8	4,2	6,1
West Europa 3):								
a) banken 4)	2,6	4,4	5,6	5,6	8,0	8,5	11,3	13,4
b) niet-banken	1,8	2,2	2,8	4,0	5,2	9,8	9,7	11,2
Rest van de wereld	3,1	3,6	5,0	6,2	8,6	15,4	20,8	23,3
Totaal	9,0	11,5	14,5	17,5	25,0	37,5	46,0	54,0
Vorderingen op Verenigde Staten	2,2 ²⁾	2,7 ²⁾	4,4	5,2	9,5	16,5	12,7	8,3
West Europa:								
a) banken 5)	2,7	3,0	2,6	2,8	3,2	6,0	7,3	10,7
b) niet-banken	2,3	3,3	3,7	4,1	4,7	5,6	10,1	14,1
Rest van de wereld	1,8	2,5	3,8	5,4	7,6	9,4	15,9	20,9
Totaal	9,0	11,5	14,5	17,5	25,0	37,5	46,0	54,0

- 1) De bedragen over 1971 zijn door ons berekend op basis van de veronderstelling dat de positie ten opzichte van de V.S. alleen in U.S. dollars luidt en dat voor de overige categorieën dezelfde verhoudingen bestonden als per ultimo 1970 het geval was.
- 2) Voor de betreffende jaren inclusief Canada.
- 3) West Europa omvat hier de acht landen die aan de B.I.B. rapporteren.
- 4) Inclusief centrale banken en omzettingen door banken van binnenlandse of derde valuta's in dollars.
- 5) Inclusief fondsen die door de banken zijn omgezet in binnenlandse of derde valuta's.

Bron: Het overzicht is samengesteld met behulp van de tabellen "Estimated (net) size of the Euro-dollar (Euro-currency) market" in de jaarverslagen van de B.I.B. over de jaren 1968-1969, 1970-1971, 1971-1972.

In de tabel I.12 zijn de interbancaire posities, exclusief de primaire bankdeposito's, binnen West Europa en de dollar-vorderingen en -schulden die niet het resultaat zijn van Eurodollartransacties geëlimineerd.¹²⁶⁾ In tabel I.12 zijn verder wel de dollarposities van de banken ten opzichte van niet-bancaire ingezetenen opgenomen. De totaalcijfers representeren in de terminologie van de B.I.B. de "netto-omvang van de Eurodollarmarkt". Dit begrip is in zoverre misleidend doordat er enerzijds ook banken buiten de groep van acht landen zijn die Eurodollardeposito's accepteren en Eurodollarkrediet verlenen, en anderzijds doordat in tabel I.12. nog dubbeltellingen aanwezig kunnen zijn. Immers alleen de interbancaire deposito's binnen de groep van acht landen zijn niet in bedoeld overzicht opgenomen.

De zeer globale geografische verdeling van de dollarposities met betrekking tot de netto-omvang van de Eurodollarmarkt is in een meer gedetailleerde vorm beschikbaar voor het cijfermateriaal in tabel I.11. ten aanzien van de banken van acht Europese landen zoals blijkt uit tabel I.13.

126) Bank for International Settlements, 1972, blz. 154.

127) Bank for International Settlements, 1972, blz. 154.

Tabel I.13. Geografische verdeling van de externe dollarposities van acht Europese banksystemen in de periode 1964 tot en met 1971 (ultimo cijfers in miljarden U.S.-dollars).

Verplichtingen aan:	1964	1965	1966*	1967	1968	1969	1970	1971*
1 Rest West Europa	0,80	0,85	1,09	1,40	1,90	2,79	4,47	4,93
2 Oost Europa	0,26	0,29	0,36	0,47	0,66	1,03	1,02	1,23
3 Canada	0,88	0,56	0,66	0,91	1,30	2,94	3,78	3,99
4 Japan	0,04	0,05	0,05	0,07	0,09	0,40	0,55	0,90
5 Latijns Amerika	0,61	0,72	0,84	1,33	1,32	2,55	3,67	4,13
6 Midden Oosten	0,68	0,85	1,00	1,12	1,48	2,00	2,68	3,97
7 Overigen	0,74	0,85	1,12	1,00	1,97	3,69	4,67	5,14
Totaal 1 t/m 7	4,01	4,17	5,12	6,30	8,72	15,40	20,84	24,29
8 Verenigde Staten	1,26	1,37	1,69	2,36	3,93	4,55	5,00	6,49
Totaal	5,27	5,54	6,81	8,66	12,65	19,95	25,84	30,78
9 België	0,27	0,34	0,64	0,79	1,20	2,32	2,05	2,24
10 Frankrijk	0,55	0,84	1,04	1,22	1,71	3,47	3,94	5,95
11 West-Duitsland	0,14	0,19	0,24	0,78	1,10	0,86	1,47	1,45
12 Italië	0,62	1,24	1,51	1,59	2,54	4,23	5,00	6,34
13 Nederland	0,26	0,29	0,41	0,51	0,72	1,78	2,50	2,66
14 Zweden	0,11	0,13	0,15	0,18	0,30	0,25	0,36	0,40
15 Zwitserland	1,24	1,73	2,58	2,87	4,13	7,91	10,97	11,58
16 Engeland	1,18	1,05	1,34	1,38	2,29	4,77	5,99	8,60
Totaal 9 t/m 16	4,37	5,81	7,91	9,32	13,99	25,59	32,28	39,22
17 Niet gealloceerd	-	-	-	0,13	0,23	0,66	0,58	0,82
Totaal 1 t/m 17	9,64	11,35	14,72	18,11	26,87	46,20	58,70	70,82
Vorderingen op:								
18 Rest West Europa	0,38	0,67	0,89	1,21	1,52	1,61	2,60	3,98
19 Oost Europa	0,46	0,54	0,67	0,77	0,95	1,00	1,65	2,36
20 Canada	0,42	0,67	0,62	0,74	0,91	1,36	2,32	1,80
21 Japan	0,44	0,51	0,67	1,03	1,69	1,49	2,32	3,09
22 Latijns Amerika	0,29	0,38	0,45	0,76	1,18	1,44	2,47	4,09
23 Midden Oosten	0,11	0,17	0,19	0,31	0,47	0,46	0,81	1,19
24 Overigen	0,12	0,27	0,39	0,70	1,04	2,12	3,78	6,78
Totaal 18 t/m 24	2,22	3,21	3,88	5,52	7,76	9,48	15,95	23,29
25 Verenigde Staten	2,82	3,01	5,27	6,24	10,74	17,75	13,99	9,26
Totaal 18 t/m 25	5,04	6,22	9,15	11,76	18,50	27,23	29,94	32,55
26 België	0,32	0,37	0,46	0,55	0,82	1,36	2,26	3,17
27 Frankrijk	0,54	0,71	0,90	1,13	1,60	3,30	4,68	6,71
28 West Duitsland	0,37	0,37	0,48	0,32	0,59	1,61	2,87	2,64
29 Italië	0,88	1,07	1,19	1,31	1,74	3,06	5,51	6,93
30 Nederland	0,23	0,37	0,57	0,59	0,69	1,05	1,61	1,79
31 Zweden	0,09	0,16	0,18	0,19	0,22	0,27	0,48	0,57
32 Zwitserland	0,33	0,46	0,67	0,78	1,13	1,99	2,50	3,72
33 Engeland	1,20	1,86	2,46	3,23	5,12	7,48	10,25	12,99
Totaal 26 t/m 33	3,96	5,37	6,91	8,10	11,91	20,12	30,16	38,52
34 Niet gealloceerd	-	-	-	0,02	0,02	0,28	0,27	0,65
Totaal 18 t/m 34	9,00	11,59	16,06	19,88	30,43	47,63	60,37	71,22

* Begin nieuwe reeks.

Bron: Het overzicht is samengesteld aan de hand van de tabellen "Foreign currency positions of reporting European banks vis-à-vis non residents" in de jaarverslagen van de B.I.B. over de jaren 1966-1967, 1968-1969, 1970-1971 en 1971-1972.

4.2. De oorzaken van de groei van de Eurodollarmarkt.

Ondanks de onvolkomenheden van de statistieken van de B.I.B. geeft het cijfermateriaal een globale indruk van de ongetwijfeld spectaculair te noemen groei van de Eurodollarmarkt vanaf 1964. De factoren die hiervoor verantwoordelijk zijn, worden door Stem onderscheiden in groeifactoren van institutionele aard en de groeioorzaken vanwege veranderingen in het binnenlandse kredietbeleid en in de monetaire situatie in een aantal landen.¹²⁸⁾ Hirsch maakt een onderscheid in "natural" en "additional reasons" ter verklaring van de groei van de Eurodollarmarkt.¹²⁹⁾ De belangrijkste natuurlijke factor voor de groei is in zijn ogen de functie van de dollar als financieringsvaluta voor internationale transacties.¹³⁰⁾ Onder de additionele groeifactoren van Hirsch komen naar voren de beperkingen op binnenlandse bankactiviteiten in alle mogelijke vormen (liquiditeitsvoorschriften, kredietcontrole, gewoontes en tradities, enzovoorts), de onzekerheid ten aanzien van de wisselkoersen en het bestaan van een deposito-multiplicator.¹³¹⁾ Volgens een aantal auteurs is het bestaan van een deposito-multiplicator een relatief belangrijke oorzaak voor de groei van de Eurodollarmarkt. In hoofdstuk II zal hierop uitvoerig worden ingegaan. Hier zij slechts vermeld dat naar onze mening de groei van de Eurodollarmarkt slechts voor een relatief gering gedeelte verklaard kan worden door het bestaan van een eventuele kredietvermenigvuldiger bij het Eurobankwezen.

Naar onze mening is het door Stem gegeven onderscheid in groeifactoren te beperkt, terwijl de "additional reasons" van Hirsch te vaag zijn om een inzicht in de mogelijke groeioorzaken van de Eurodollarmarkt te verschaffen. Daarom lijkt

128) Stem, blz. 84.

129) F. Hirsch, Some wider implications of the Eurodollar market, in *The Eurodollar And Eurobond International Seminar*, 1969, blz. 36.

130) Hirsch, blz. 36.

131) Hirsch, blz. 37.

het gewenst een verdergaande indeling van de groeifactoren voor de Eurodollarmarkt te geven. In dit verband zouden we de groeioorzaken de navolgende groeperingen willen onderscheiden, hoewel de grenzen veelal moeilijk zijn aan te geven.

- 1) De natuurlijke groei. Deze is het resultaat van de functie van de dollar als transactievaluta. De groei van de nominale waarde van het internationale handels- en kapitaalverkeer, voor zover gefinancierd met dollars, impliceert dat de in- en uitgaande geldstromen in dollars bij vele marktpartijen op de Eurodollarmarkt in de loop van de tijd omvangrijker zijn geworden. Dit impliceert tevens dat de vraag naar dollarmiddelen bij Eurobanken enerzijds en het aanbod van dollars, ter tijdelijke belegging in Eurodollars, uit dien hoofde eveneens zijn toegenomen. Onder de genoemde groeioorzaak willen we ook de eventuele groei, die het gevolg kan zijn van een grotere preferentie voor de dollar als financieringsmiddel voor het internationale handels- en kapitaalverkeer, rangschikken.
- 2) De institutionele groei. Onder deze groeifactor kunnen vele institutionele elementen gerangschikt worden die van betekenis zijn (of zijn geweest) voor de groei van de Eurodollarmarkt. Te denken valt aan de verdergaande liberalisatie van het internationale kapitaalverkeer in vele landen op het einde van de jaren vijftig en in de zestiger jaren, in vergelijking met de hieraan voorafgaande periode. Een andere factor die in dit verband van betekenis is, is de oprichting van buitenlandse filialen door Amerikaanse banken, met name in Londen.¹³²⁾ Dit laatste kan men mede zien als een reactie van het bankwezen in de V.S. om de aantasting van het dollar-

132) R.S.Vokey, Impact of the U.S. Banks on British Banking, *The Banker*, oktober 1969, Hier blijkt dat in de periode van 1963 tot oktober 1969 het aantal filialen van U.S.banken in Londen met 19 is toegenomen. Voor een overzicht van alle buitenlandse banken in Londen zij hier verwezen naar: Foreign Banks in London - Annual Review, *The Banker*, november 1971, blz. 1355 e.v.

monopolie door het buitenlandse bankwezen te beperken. In nauwe samenhang hiermee kan vermeld worden de expansie van de Amerikaanse ondernemingen buiten de V.S. Het ligt voor de hand dat in een aantal gevallen de U.S. dollar voor deze bedrijven als rekeneenheid en ruilmiddel fungeert en dat zij er soms de voorkeur aan geven de financiële relaties te onderhouden met buitenlandse filialen van Amerikaanse banken in plaats van met de traditionele Europese banken. De U.S. bankfilialen in Londen hebben in 1966 ook de verhandelbare depositocertificaten op de Eurodollarmarkt geïntroduceerd, hetgeen opnieuw een groeistimulus vormde.¹³³⁾ Hierdoor werd de Eurodollarmarkt voor een groter aantal banken en ondernemingen toegankelijk waardoor additionele middelen naar het Eurobankwezen toestroomden.

Bij de institutionele groeioorzaken spelen ook de Regulation Q en de betalingsbalansmaatregelen in de V.S., die in de jaren zestig zijn geïntroduceerd, een rol. De invloed van de Regulation Q is echter niet primair gelegen in de hiermee gepaard gaande beperking van de concurrentiemogelijkheden voor het Amerikaanse bankwezen in vergelijking met de Eurobanken, maar wel in een massale daling in de termijndeposito's bij het bankwezen in de V.S., die mogelijk is door de Regulation Q. Met name op het einde der zestiger jaren komt deze invloed van de "Regulation Q" op de Eurodollarmarkt naar voren.¹³⁴⁾ Ook het sinds 1965 bestaande "U.S. Voluntary Foreign Credit Restraint Programme" ter beperking van de kapitaalexport heeft de groei van de Eurodollarmarkt beïnvloed, vanwege de beperkingen die dit programma aan banken en niet-bancaire instellingen in de V.S. oplegt ten aanzien van de kredietverlening aan niet-ingezetenen enerzijds, en anderzijds vanwege de beperkingen die dit programma impliceert voor ingezetenen van de V.S. om liquide middelen in het buitenland aan te houden.¹³⁵⁾

133) Zie in dit verband I.1.3.

134) Dit punt zal nader geanalyseerd worden in I.4.3.

135) Voor een uitvoerig overzicht van het bedoelde programma en de jaarlijkse herzieningen zij hier verwezen naar de *Federal Reserve Bulletins* van maart en december 1965, december 1966, januari 1967, januari 1968, januari 1969, januari 1970, januari 1971 en november 1971.

De invloed hiervan op de Eurodollarmarkt is zowel contractief als expansief. De beperkingen voor ingezetenen van de V.S. om op de Eurodollarmarkt te beleggen, betekenen immers dat een potentiële aanbodcategorie niet de volle vrijheid heeft middelen aan het Eurobankwezen ter beschikking te stellen. In deze zin is door bovengenoemd betalingsbalansprogramma de groei van de Eurodollarmarkt geremd. De beperking van de kredietmogelijkheden in de V.S. voor niet-ingezetenen heeft echter de groei van de Eurodollarmarkt bevorderd doordat buitenlandse kredietnemers bij het Amerikaanse bankwezen door bedoeld programma gedwongen werden elders (o.a. op de Eurodollarmarkt) nieuwe kredietbronnen te zoeken. In deze zin hebben genoemde maatregelen de groei van de Eurodollarmarkt bevorderd. De netto-invloed van het U.S. betalingsbalansprogramma op de groei van de Eurodollarmarkt is echter niet te bepalen.

- 3) De geïnduceerde groei. Hieronder valt de groei van de Eurodollarmarkt als gevolg van veranderingen in de monetaire situatie en het monetaire beleid in de afzonderlijke landen. De hiermee gepaard gaande gevolgen voor de beschikbaarheid van krediet en de rentestanden in nationale monetaire systemen kan de vraag naar of het aanbod van middelen bij het Eurobankwezen direct beïnvloeden. In deze factor komen dus specifiek de invloed van de internationale rentever verschillen en de betekenis van renteveranderingen in afzonderlijke landen voor de groei van de Eurodollarmarkt naar voren. Het is met name de hierdoor veroorzaakte groei die zich enigszins laat aangeven in de loop van de tijd, zoals we op blz. 65 en volgende zullen zien.
- 4) De incidentele groei. Hieronder vallen alle overige groeifactoren die niet direct toe te rekenen zijn aan de eerder genoemde. In dit verband denken we o.a. aan de invloed van valutaspeculatie en de mogelijke invloed van de Eurokapitaalmarkt op de omvang van de Eurodollardeposito's.

Met nadruk zouden we nogmaals willen stellen dat bovengenoemde indeling in groeioorzaken niet meer dan een globale onderscheiding bedoelt te zijn. Verschillende factoren zijn vaak zeer nauw met elkaar verbonden en kunnen tegelijkertijd optreden. Om een enkel voorbeeld in dit verband te geven: in de tweede helft der zestiger jaren was het Amerikaanse bankwezen de grootste kredietnemer op de Eurodollarmarkt. Zoals we nu nog zullen zien is dit te verklaren door enkele institutionele factoren enerzijds namelijk de Regulation Q en de bepaling dat de handelsbanken in de V.S. tegenover tegoeden van eigen buitenlandse filialen geen kasreserves behoeften aan te houden, en door een restrictief monetair beleid in de V.S. anderzijds. De spectaculaire groei van de Eurodollarmarkt moet, naar onze mening voor een belangrijk deel toegeschreven worden aan de natuurlijke en institutionele groeifactoren. De incidentele en geïnduceerde groeifactoren zijn immers meestal slechts van tijdelijke betekenis.

De B.I.B. verklaart de groei van de Eurodollarmarkt en de mutaties in de geografische verdeling vooral in termen van veranderingen in de monetaire situatie in een aantal landen, dus met behulp van de onder 3) genoemde oorzaak. Hoewel daarmee de betekenis van genoemde factor naar onze mening overtrokken is, biedt de B.I.B.-benadering wel een globaal inzicht hoe de monetaire situatie en het monetaire beleid in een aantal landen de Eurodollarmarkt heeft beïnvloed, zoals uit het onderstaande betoog moge blijken.

In het begin van de jaren zestig (1960, 1961, 1962) is het aanbod op de Eurodollarmarkt vooral afkomstig van officiële instellingen. "Some central banks in Western Europe and elsewhere are believed to have placed dollars from their reserves - in a few cases perhaps as much as \$ 200 or 300 million - with banks outside the United States, presumably to obtain higher earnings on these funds. There are indications that much of the money was placed in the Euromarket during 1960-61, when U.S. money-market rates were low and the gap between them and Eurodollar rates rather wide".¹³⁶⁾ Ook indirect aanbod van

136) Bank for International Settlements, 1964, blz.132.

officiële zijde is in de beginjaren van grote betekenis met name vanuit Duitsland en Italië. De Deutsche Bundesbank biedt in 1961 en 1962 aan het commerciële bankwezen op aantrekkelijke voorwaarden dollars aan (de omvang daarvan bedraagt - begin 1962 - ongeveer \$ 1 miljard) die door de banken voor een groot gedeelte worden uitgezet op de Eurodollarmarkt.¹³⁷⁾ Eenzelfde beleid voeren de Italiaanse autoriteiten in 1962, waarbij de handelsbanken de beschikking krijgen over ongeveer 1 miljard dollar.¹³⁸⁾ Het gedragspatroon van de Duitse en Italiaanse monetaire autoriteiten is vooral verbonden met de betalingsbalanssituatie van genoemde landen. De monetaire betrekkingen met de buitenwereld vertoonden een surplus. Ter afremming van de binnenlandse kredietexpansie werden door de monetaire autoriteiten swaptransacties met de handelsbanken afgesloten ter stimulering van de kapitaalexport. De belangrijkste kredietnemers in de beginjaren van de Eurodollarmarkt zijn Engeland (permanent), Japan, Italië (met name in 1963, toen de Italiaanse betalingsbalans een groot tekort vertoonde) en België in de jaren 1960, 1961 en 1963.¹³⁹⁾ Vanaf september 1963 tot maart 1964 is de omvang van de Eurodollarmarkt vrij constant, terwijl in het voorjaar van 1964 een nieuwe groeifase begint welke duurt tot het einde van 1964. In het 2e en 3e kwartaal van genoemd jaar worden de belangrijkste groeifactoren gevormd door de krappere monetaire condities in Engeland en enkele andere continentale Europese landen.¹⁴⁰⁾ In het laatste kwartaal van 1964 is de belangrijkste groeioorzaak de Engelse betalingsbalanscrisis.¹⁴¹⁾ De daarmee gepaard gaande vlucht uit het pond vindt zijn weerslag in een toename van dollardepósitos bij Eurobanken. In het eerste half jaar van 1965 valt een lichte achteruitgang van de Eurodollarmarkt te constateren.

137) Bank for International Settlements, 1964, blz.132.

138) Bank for International Settlements, 1964, blz. 132

139) Bank for International Settlements, 1964, blz. 135

140) Bank for International Settlements, 1965, blz. 137

141) Bank for International Settlements, 1965, blz. 137.

De oorzaken hiervoor moeten gezocht worden in de maatregelen die de monetaire autoriteiten in de V.S. hebben genomen om de kapitaalexport te verminderen, met als gevolg dat Euro-dollardeposito's van Amerikaanse ingezetenen gerepatrieerd worden en verder de relatief krappe monetaire condities in de V.S.¹⁴²⁾ De groei in het tweede halfjaar van 1965 komt vooral tot stand onder invloed van indirect aanbod door monetaire autoriteiten met name via dollarswaps tussen de Italiaanse monetaire autoriteiten en de Italiaanse handelsbanken.¹⁴³⁾

In het eerste kwartaal van 1966 valt een lichte teruggang te constateren in de omvang der Eurodollardeposito's. Deze wordt door de B.I.B. toegeschreven aan seizoensinvloeden.¹⁴⁴⁾ Voor de rest van het jaar 1966 is de belangrijkste groeiorzaak het krappe monetaire beleid in de V.S. met als gevolg dat het Amerikaanse bankwezen een grote vraag naar Eurodollarkrediet uitoefent. Een verdere groeistimulans wordt gevormd door de beperking van de kredietmogelijkheden in de V.S. voor niet-ingezetenen.¹⁴⁵⁾ De toename van het middelenaanbod is in genoemd jaar afkomstig van de Italiaanse monetaire autoriteiten, de toevloeiing van dollars uit emissies op de Eurokapitaalmarkt en de omzetting van ponden in dollars, veroorzaakt door de sterling crisis van 1966¹⁴⁶⁾. Voor het jaar 1967 ligt minder sterk de nadruk op de vraag als groeistimulerende factor. De relatief soepele kredietcondities in verschillende Europese landen en het wantrouwen in het pond leiden tot een belangrijke toename van het aanbod van dollarfondsen bij Eurobanken. De internationale politieke en monetaire situatie leiden echter afwisselend ook tot een grote vraag naar Eurodollarkredieten.¹⁴⁷⁾

142) Bank for International Settlements, 1966, blz. 138

143) Bank for International Settlements, 1966, blz. 141.

144) Bank for International Settlements, 1966, blz. 141

145) Bank for International Settlements, 1967, blz. 138

146) Bank for International Settlements, 1967, blz. 138

147) Bank for International Settlements, 1968, blz. 145.

De belangrijkste groeifactoren in 1968 worden gevormd door de grote vraag naar Eurodollarkrediet door het Amerikaanse bankwezen, de verdere beperking van de kredietmogelijkheden in de V.S. voor U.S. bedrijven in het buitenland en de valuta-onrust die leidt tot een vraag naar dollars bij de Eurobanken ter belegging in goud en/of marken.¹⁴⁸⁾ Het aanbod van dollarmiddelen bij Eurobanken in dit jaar is het gevolg van de soepele kredietcondities in de meeste Europese landen, het wantrouwen in de Franse franc en het pond sterling en de belegging van middelen afkomstig van de Eurokapitaalmarkt.¹⁴⁹⁾ Evenals in 1967 is de invloed van de afzonderlijke factoren in 1968 onregelmatig over de tijd gespreid met als gevolg aanzienlijke fluctuaties in de rentevoeten op de Eurodollarmarkt.

In 1969 wordt de Eurodollarmarkt opnieuw geconfronteerd met de zuigkracht die het Amerikaanse bankwezen uitoefent als gevolg van de hoge rentestanden in de V.S. Daarnaast is er vraag naar Eurodollarkrediet door het Franse en Italiaanse bankwezen, afgedwongen door de monetaire autoriteiten ter vermindering van de netto-activa positie in vreemde valuta, en de speculatieve vraag naar dollars ter omwisseling in marken.¹⁵⁰⁾ Ondanks de minder krappe monetaire situatie in de V.S. in het jaar 1970, waardoor U.S. banken hun eerder opgenomen kredieten bij het Eurobankwezen grotendeels aflossen, kan in 1970 opnieuw een aanzienlijke groei van de Eurodollarmarkt geconstateerd worden. De belangrijkste oorzaken hiervoor zijn de krappe kredietcondities in de meeste Europese landen en het additionele dollar-aanbod van monetaire autoriteiten uit vele landen als gevolg van de toegenomen dollarreserves enerzijds, en vanwege de relatief lage rentestanden in de V.S. anderzijds.¹⁵¹⁾ Aan de

148) Bank for International Settlements, 1969, blz. 140.

149) Bank for International Settlements, 1969, blz. 140.

150) Bank for International Settlements, 1970, blz. 145.

151) Bank for International Settlements, 1971, blz. 157.

vraagzijde vormen de niet-banken de belangrijkste marktpartijen als gevolg van de kredietschaarste in de meeste Europese landen.¹⁵²⁾ De groei van de Eurodollarmarkt in 1971 wordt door de B.I.B. aan de volgende factoren toegeschreven: de relatief lage rentestanden in de V.S., het omvangrijke tekort op de Amerikaanse betalingsbalans en de valutacrisis.¹⁵³⁾ De dollar-crisis van 1971 heeft de groei van de Eurodollarmarkt enigszins vertraagd, ten gunste van de overige Eurovaluta's, maar heeft niet geleid tot een feitelijke daling in omvang van de Euro-dollardeposito's.¹⁵⁴⁾ Dit laatste valt waarschijnlijk te verklaren uit het feit dat het overgrote deel der Eurodollars bestaat uit termijndeposito's die bij een crisis niet onmiddellijk kunnen worden ingezet om te speculeren. Voor zover de looptijd van de Eurodollardeposito's geen belemmering vormt om te speculeren, kan er toch nog wel een rem zijn om Eurodollars te gebruiken voor speculatieve doeleinden namelijk voor zover de betreffende middelen door de bezitters benodigd zijn voor het verrichten van lopende uitgaven. Tenslotte kan een versterkte vraag naar dollarkredieten bij Eurobanken ter omzetting in andere valuta, leiden tot rentestijging op Eurodollardeposito's waardoor Eurobanken misschien nieuwe dollarfondsen kunnen aantrekken. Wij zijn van mening dat genoemde factoren ervoor verantwoordelijk zijn dat, ondanks de massale speculatie tegen de dollar in 1971, de omvang van de Eurodollardeposito's in genoemd jaar geen daling vertoont.

152) Bank for International Settlements, 1971, blz. 158

153) Bank for International Settlements, 1972, blz. 148.

154) Bank for International Settlements, 1972, blz. 153.

4.3. *Het gebruik van de Eurodollarmarkt door het Amerikaanse bankwezen in de zestiger jaren.*

De buitenlandse filialen van de Amerikaanse banken in Londen hebben zich in de jaren zestig ontwikkeld tot een belangrijke groep Eurobanken, zoals reeds eerder werd aangegeven. Het grootste verschil met betrekking tot hun activiteiten, in vergelijking met de overige Eurobanken, wordt, met name in de periode na 1964, gevormd door het feit dat genoemde filialen omvangrijke tegoeden hebben aangehouden bij de moederbanken in de V.S. In de periode vóór 1964 bedroeg de omvang van deze tegoeden voortdurend minder dan 1 miljard U.S. dollar.¹⁵⁵⁾ De ontwikkeling van de verplichtingen van de Amerikaanse banken aan hun buitenlandse filialen vanaf 1964 blijkt uit tabel I.14.

Tabel I.14. Verplichtingen van banken in de V.S. aan hun buitenlandse filialen (in miljarden U.S. dollars)

Jaar	Laatste woensdag in:	Bedrag	Jaar	Laatste woensdag in:	Bedrag
1964	maart	1,05	1968	maart	4,92
	juni	0,92		juni	6,20
	september	1,17		september	7,10
	december	1,18		december	6,04
1965	maart	1,43	1969	maart	9,62
	juni	1,44		juni	13,27
	september	1,61		september	14,35
	december	1,35		december	12,81
1966	maart	1,88	1970	maart	11,86
	juni	1,95		juni	12,17
	september	3,47		september	9,67
	december	4,04		december	7,68
1967	maart	3,41	1971	maart	2,86
	juni	3,17		juni	1,49
	september	4,06		september	2,48
	december	4,24		december	0,91

Bron: Federal Reserve Bulletin, december 1972, blz.A-90, tabel 22, (voor de jaren 1967 tot en met 1971) en juni 1968, blz.A-83, tabel 19 (voor de jaren 1964 tot en met 1966).

155) F.H. Klopstock, Euro-Dollars in the Liquidity and Reserve Management of United States Banks, *Monthly Review*, Federal Reserve Bank of New York, juli 1968, blz. 135.

Uit de tabel blijkt de relatieve stabiliteit van deze verplichtingen van de Amerikaanse banken in de jaren 1964 en 1965, de toename in 1966, 1968, 1969 en de daling in 1970 en 1971.

De tegoeden van de buitenlandse filialen bij de Amerikaanse moederbanken vervullen verschillende functies. Allereerst dienen zij als kasreserve voor de dollardeposito's die door genoemde filialen zijn aangetrokken. Vanuit dit oogpunt kunnen de filialen echter volstaan met relatief geringe, in de loop van de tijd relatief constante tegoeden, gezien het feit dat Eurodollars in overwegende mate dollarverplichtingen op termijn impliceren. Verder kunnen deze tegoeden gedeeltelijk de tegenwaarde vormen (althans tot in 1969) van een door Amerikaanse banken opgenomen krediet bij de buitenlandse filialen om hun reservepositie voor het week-end aan te passen.¹⁵⁶⁾ De hiermee gemoeide bedragen variëren voor de relevante periode tussen 100 en 300 miljoen dollars.¹⁵⁷⁾

De ontwikkeling van de feitelijke schulden van Amerikaanse banken aan hun buitenlandse filialen in de periode na 1965 kan niet verklaard worden uit de twee genoemde factoren, maar moet vooral gezocht worden in het bestaan van de Regulation Q. Zoals reeds eerder is aangegeven, worden in de Regulation Q rentemaxima bepaald voor de vergoeding op termijndeposito's. Indien de geldmarktrente in de V.S. boven deze maxima uitstijgt wordt het U.S. bankwezen geconfronteerd met een omvangrijke daling in de termijndeposito's en een toename van de zichtdeposito's. Het directe gevolg hiervan voor de Amerikaanse banken is een stijging in de noodzakelijke kasreserves. Aanvulling hiervan is op verschillende manieren mogelijk bijvoorbeeld door een kredietopname bij Federal Reserve Banks, door afstoting van geld- of kapitaalmarktpapier, door kredietopzeggingen dan wel door terug te vallen op de Eurodollarmarkt. Na 1965 hebben de

156) Voor een uitvoerige beschrijving hiervan zij verwezen naar Klopstock, blz. 133 en 134.

157) Klopstock, blz. 134.

Amerikaanse banken hiervoor regelmatig en op grote schaal de Eurodollarmarkt gebruikt. Deze mogelijkheid was aanwezig vanwege het feit dat tot in 1969 tegenover de tegoeden van buitenlandse filialen bij de moederbanken in de V.S. geen kasreserves noodzakelijk waren. De Regulation Q was er de oorzaak van dat de stabiliteit in de termijndeposito's bij het Amerikaanse bankwezen verbroken werd indien de geldmarktrente in de V.S. mede onder invloed van het gevoerde monetaire beleid op een hoger niveau kwam dan de renteplafonds in Regulation Q, zoals onder andere blijkt uit tabel I.3 en I.4. De gevolgen hiervan voor de reservepositie van de Amerikaanse banken werden beperkt door krediet op te nemen bij de buitenlandse filialen. Voor zover een daling in de termijndeposito's gecompenseerd werd door een stijging van de verplichtingen aan de filialen, resulteerde dit in een geringere reservebehoefte ter grootte van het reservebedrag dat eerder aangehouden moest worden tegenover de gedaalde termijndeposito's. Zou het Amerikaanse bankwezen echter geen toegang tot de Eurodollarmarkt hebben gehad, dan zou de reservebehoefte gestegen zijn en wel met het bedrag, waarmee de termijndeposito's dalen, vermenigvuldigd met het verschil tussen de voorgescreven kaspercentages voor zicht- en termijndeposito's.

Door krediet op te nemen op de Eurodollarmarkt was het U.S. bankwezen dan ook in staat om het kredietpotentiël te stabiliseren en mogelijk zelfs uit te breiden, in de perioden waarin dit door binnenlandse factoren (Regulation Q en een hoge rente op de Amerikaanse geldmarkt) werd aangetast. Dit vormt dan ook de belangrijkste verklaring voor de omvangrijke schulden van de Amerikaanse banken aan hun buitenlandse filialen in de tweede helft der zestiger jaren. Een en ander had ook tot gevolg dat het monetaire beleid in de V.S., voor zover gericht op verkrapping van de liquiditeitspositie, in elk geval ten dele werd ondermijnd. In 1969 heeft het Federal Reserve System dan ook maatregelen getroffen om de kredietopname van de banken op de Eurodollarmarkt te beperken. Deze hielden in dat vanaf 15 oktober 1969 de banken een kasreserve moesten aanhouden ten bedrage

van 10% van het verschil tussen de feitelijke verplichtingen aan de filialen en de gemiddelde omvang van deze verplichtingen in mei 1969.¹⁵⁸⁾ In januari 1971 werd genoemd percentage tot 20 verhoogd en werd tevens het bedrag waarvoor geen kasreserves vereist waren automatisch verlaagd, indien de feitelijke schuld van de Amerikaanse moederbanken aan hun buitenlandse filialen daalde, en wel voor hetzelfde bedrag.¹⁵⁹⁾

Gezien de feitelijke daling van de schulden van de U.S. banken aan hun buitenlandse filialen in het voorjaar van 1971 en het relatief hoge kaspercentage (hoger dan dat tegenover de overige verplichtingen van de banken) dat moet worden aangehouden tegenover elke vergroting van de schulden aan de filialen kunnen de banken in de V.S. de Eurodollarmarkt in de toekomst dan ook niet meer gebruiken om vrije kasreserves te creëren. Anderzijds is ook de noodzaak voor de U.S. banken om op de Eurodollarmarkt terug te vallen geringer geworden doordat vanaf juni 1970 de rentemaxima in de Regulation Q niet meer van toepassing zijn op "single maturity" deposito's van \$ 100.000 en meer, die een looptijd bezitten van 30-90 dagen.¹⁶⁰⁾

158) *Federal Reserve Bulletin*, augustus 1969, blz.634 en 657.

159) *Federal Reserve Bulletin*, december 1970, blz. 940.

160) Zie tabel I.3., blz. 20.

HOOFDSTUK II

DE EURODOLLARMARKT EN HET BESCHIKBARE KREDIET- POTENTIEEL VOOR NIET-BANKEN

Inleiding.

In dit hoofdstuk zal de invloed van de Eurodollarmarkt op het kredietpotentieel voor de niet-banken worden geanalyseerd. In II.1 worden de oorzaken en de betekenis van de interbancaire kredietverlening in dit verband aangegeven. De vraag in hoeverre de Eurobanken als kredietscheppende instellingen zijn te beschouwen komt aan de orde in II.2. In de laatste paragraaf van dit hoofdstuk wordt nader ingegaan op de betekenis van de verschillende categorieën Eurodollars voor het kredietaanbod van de algemene banken buiten de V.S., bij een systeem van vaste en bij een systeem van vrije wisselkoersen. Tenslotte wordt in de laatste sub-paragraaf een globale kwantificering gegeven van de mogelijke invloed van de Eurodollarmarkt op het voor niet-banken beschikbare kredietpotentieel.

1. De interbancaire kredietverlening.

1.1. *Oorzaken.*

De door de Eurobanken aangetrokken dollardeposito's vormen de basis voor kredietverlening van de genoemde financiële instellingen. Een opvallend kenmerk van de Eurodollarmarkt is de interbancaire kredietverlening en de daarmee gepaard gaande creatie van interbancaire Eurodollardeposito's. Het feit dat de kredietverlening op de Eurodollarmarkt vaak gepaard gaat met inschakeling van meerdere Eurobanken is een aanwijzing voor de relatief geringe verticale integratie van het Eurodollarkredietstelsel in vergelijking met een nationaal kredietsysteem. De oorzaak hiervoor is de grotere economische afstand tussen de aanbieders van en de vragers naar middelen binnen het Eurodollarsysteem zoals bijvoorbeeld door Friedrich wordt aangegeven. "The separation of savers from investors is not only a problem of geographic distance, but depends also

on the number of national borders and the type and number of officially imposed obstacles. The combination of all these factors may be called the economic distance between saver and investor. Comparing geographically equal distances in the U.S. and the Eurodollarsystem, it is evident that the economic distance is smaller in the U.S." ¹⁾

Naast de beperkte verticale integratie welke tot interbancaire kredietverlening aanleiding geeft, kan nog een andere oorzaak, die door Stem wordt benadrukt, worden aangegeven. "Interbank chaining of deposits in the Eurodollarsystem is its counterpart to the various ways that banks in a domestic banking system may adjust - acquire or get rid of - their cash reserves when conditions require adjustment". ²⁾ Hoewel Eurodollars als zodanig niet als geld beschouwd kunnen worden, kunnen er aanzienlijke veranderingen optreden in de geografische verdeling van de deposito's, waardoor individuele Eurobanken geconfronteerd worden met overvloedige liquiditeiten in dollars, dan wel gedwongen zijn hun dollarreserves aan te vullen. Hetzelfde gevolg kan ontstaan door de veranderingen in de geografische verdeling van de vraag naar kredieten, terwijl de betreffende banken niet, of slechts in beperkte mate, in staat zijn primaire deposito's aan te trekken. Binnen het kader van het Eurodollarsysteem biedt de interbancaire markt een oplossing voor de liquiditeits- c.q. beleggingsproblematiek voor individuele Eurobanken. In een nationaal kredietsysteem kan een bank, bij een dreigend tekort aan kasreserves, geldmarktpapier liquideren en overvloedige kasreserves beleggen in geldmarktpapier, onder de veronderstelling dat een redelijk ontwikkelde nationale geldmarkt aanwezig is. Voor de Eurobanken zijn de mogelijkheden in dit opzicht echter beperkter. Het Eurobankwezen bezit geen omvangrijke portefeuille verhandelbare waardepapieren luidende in U.S. dollars. Een dergelijke portefeuille zou immers hoofdzakelijk moeten bestaan uit U.S. geldmarktpapier. De beloning voor Euro-dollardeposito's dient echter, zoals in hoofdstuk I werd

1) K.Friedrich, *The Euro-Dollar System*, 1968, blz. 18 en 19.

2) Stem, blz. 116.

aangegeven, hoger te zijn dan het rendement van een belegging op de U.S. geldmarkt. De vrije kasreserves in handen van Eurobanken, kunnen dan ook **niet** belegd worden in U.S. geldmarktpapier vanwege het renteverlies dat hiermee gepaard gaat. Aanbieding van deze reserves aan andere banken, ligt gezien de interestverhoudingen, dan ook meer voor de hand.

De relatief geringe verticale integratie van het Eurodollar-kredietsysteem en de beperkte beleggingsmogelijkheden voor tijdelijk overtollige kasreserves van de Eurobanken vormen, in de bovenstaande gedachtengang, de belangrijkste oorzaken voor de interbancaire kredietpyramide op de Eurodollarmarkt. De hiermee gepaard gaande depositovorming is echter van louter financiële aard. Er komen hierdoor immers geen additionele middelen beschikbaar voor de niet-bancaire sectoren, hetgeen echter niet impliceert dat de interbancaire kredietverlening van geen betekenis is voor niet-banken, zoals in het onderstaande zal worden aangegeven.

De grenzen voor de interbancaire depositovorming op de Eurodollarmarkt kunnen van tweeërlei aard zijn. Allereerst is het de beperkte brutowinstmarge die het aantal tussenschakels in de Eurodollarkredietketen limiteert. Elke intermediaire Eurobank staat na de ontvangst van de dollars voor het keuze-probleem om de middelen door te geven aan een andere Eurobank of aan een eindgebruiker (in de vorm van dollars dan wel in andere valuta). Aan de hand van de te ontvangen rente en de geschatte risico's zal een keuze gemaakt dienen te worden. Aangezien elke bank nog enige winst zal pogen te behalen, maar de bruto-winstmarge op Euro-dollartransacties beperkt is, is er eveneens een grens gesteld aan het aantal malen dat de middelen gebruikt kunnen worden voor interbancaire kredietverlening. Een andere mogelijke begrenzing voor de omvang van de interbancaire kredietpyramide is aanwezig als Eurobanken, gedwongen of vrijwillig, kasreserves aanhouden ten opzichte van de bancaire deposito's. De binding van kasreserves door interbancaire deposito's is dan omvangrijker naarmate het aantal kredietbemiddelende instellingen groter is. Gezien de geringe risico's die verbonden zijn met de interbancaire Eurodollartransacties lijkt het echter redelijk te veronderstellen dat de kasreserves die tegenover de bancaire deposito's worden aangehouden van te verwaarlozen omvang zijn.

De actualiteit van deze veronderstelling is des te waarschijnlijker gezien de gestandaardiseerde looptijden van Eurodollar-deposito's, de relatief lage brutowinstmarge voor de Euro-banken en de noodzaak om eventuele dollarreserves, in elk geval ten dele, aan te houden in de vorm van renteloze liquiditeiten van de eerste orde. Het is dan ook niet de reservebinding maar vooral de beperkte brutowinstmarge welke naar onze mening de belangrijkste rem vormt voor de omvang van de interbancaire kredietverlening op de Eurodollarmarkt.

1.2. *De betekenis van de interbancaire kredietverlening voor niet-banken.*

Zoals in de vorige subparagraafesignaleerd werd, is de interbancaire kredietverlening en de daaruit resulterende depositocreatie bij het Eurobankwezen van louter financiële aard. Zij levert geen bijdrage tot een vergroting van het kredietpotentieel dat voor de niet-bancaire sectoren beschikbaar is. Zij is echter wel van betekenis voor een maximale benutting van een gegeven kredietpotentieel, zoals Klopstock aangeeft: "But the economic significance of these successive redeposits is confined to the fact that they make for a rapid and efficient transmission of short-dated funds to banks that are in a position to employ dollar balances for end-use purposes."³⁾ In dezelfde geest stelt Mayer: "The Eurodollar market thus does at an international level what national money markets do at a national level: by leading to a more "efficient" distribution of bank resources, it increases the amount of credit that can be obtained from a given credit base".⁴⁾ In de gegeven visies is de benutting van een gegeven kredietpotentieel mede afhankelijk van de interbancaire kredietverlening en aldus is deze ook van betekenis voor de beschikbaarheid van financiële middelen voor de niet-banken.

3) F.H. Klopstock, *The Eurodollar market: Some Unresolved Issues*, 1968, blz. 4.

4) H.W. Mayer, *Some Theoretical Problems Relating to the Euro-Dollar Market*, 1970, blz. 16.

Het is in theorie denkbaar dat de louter financiële depositovorming binnen het Eurodollarsysteem ook invloed heeft op de omvang van het krediet dat beschikbaar is voor eindgebruikers. Met name is dit het geval als de Eurobanken kasreserves zouden aanhouden ten opzichte van hun verplichtingen aan andere Eurobanken. De interbancaire depositovorming impliceert dan een omvangrijkere reservebinding naarmate het aantal tussenschakels groter is. Op basis van een gegeven primaire deposito-omvang bij het Euro-bankwezen is het beschikbare kredietpotentieel voor de niet-bancaire sectoren dan geringer naarmate de interbancaire kredietverlening een grotere omvang heeft. Stem is van mening dat de reservebinding tegenover interbancaire deposito's actueel is. "And since cash reserves are kept behind interbank deposits as well as behind deposit liabilities to nonbanks, the total volume of cash reserves that is maintained behind any given volume of end-use credit provided by the Eurodollarsystem is greater than it would otherwise be".⁵⁾ Zoals reeds eerder is aangegeven zijn we van mening dat de reservebinding als gevolg van de interbancaire kredietverlening op de Eurodollarmarkt in de praktijk van zeer geringe betekenis is. De interbancaire depositovorming gaat dan ook, naar onze mening, niet gepaard met een belangrijke vermindering van het beschikbare kredietaanbod aan niet-banken.

Dat de creatie van Eurodollars door de interbancaire kredietverlening geen invloed heeft op het beschikbare kredietpotentieel voor niet-banken, moge blijken uit het onderstaande voorbeeld, waarbij is afgezien van de mogelijke reservebinding bij de Eurobanken. Indien een niet-bank (X) een Eurodollardeposito vormt door overboeking van zijn tegoed bij een U.S. bank voor een bedrag van 100 naar Eurobank A, die de verkregen middelen doorgeeft aan bank B, welke op haar beurt de verkregen dollars overhevelt naar bank C, die de middelen gebruikt voor kredietverlening aan de niet-bank Y, dan resulteren de onderstaande balansmutaties bij de verschillende banken.

5) Stem, blz. 126.

U.S.A. bankwezen			Eurobank A		
activa		passiva	activa		passiva
	tegoed X	- 100	tegoed bij		Eurodollar
	" A	+ 100	U.S.banken	+100	deposito + 100
	" A	- 100	"	-100	X
	" B	+ 100	tegoeden		
	" B	- 100	bank B	+100	
	" C	+ 100	Eurobank B		
	" C	- 100	tegoeden bij U.S.		Eurodollar
	" Y	+ 100	banken	+100	deposito + 100
			"	-100	A
			tegoeden		
			bank C	+100	

Eurobank C			Eurobanken A+B+C (geconsolideerd)		
activa		passiva	activa		passiva
tegoeden bij		Eurodol-	debiteuren		Eurodollar
U.S.banken	+100	lardepo-	Y	+100	deposito
"	-100	sito B			X
		+ 100			+ 100
debiteuren					
Y	+100				

Uit het gegeven voorbeeld blijkt tevens de invloed van de interbancaire transacties op de omvang der Eurodollardeposito's. De netto-omvang van de Eurodollarmarkt bedraagt 100, terwijl de bruto-omvang der Eurodollars 300 bedraagt, als gevolg van de interbancaire kredietverlening.

2. Eurobanken als kredietscheppende en kredietbemiddelende instituties.

2.1. Geld-, krediet- en depositomultiplicatoren.

De Eurobanken worden in de literatuur regelmatig vergeleken met geldscheppende banken enerzijds en met niet-geldscheppende financiële instellingen anderzijds. De monetaire betekenis van deze instellingen is vooral afhankelijk van de mate waarin zij het kredietaanbod in een volkshuishouding kunnen beïnvloeden.

De eventuele vrije kasreserves bij de geldscheppende instellingen vertegenwoordigen onder bepaalde veronderstellingen een kredietpotentieel, dat groter is dan de omvang van deze reserves. Dit impliceert de aanwezigheid van een zogenaamde kredietmultiplicator of kredietvermenigvuldiger, die het verband aangeeft tussen de vrije bancaire kasreserves enerzijds en het kredietpotentieel dat hierin ligt opgesloten anderzijds. Analooq hieraan kan men ook geld-, respectievelijk depositomultiplicatoren onderscheiden, die aangeven, in hoeverre de volledige benutting van het hiervoor bedoelde kredietpotentieel zal leiden tot geldcreatie, respectievelijk tot een toename van de zicht- en/of termijn-deposito's. De vergelijking van de Eurobanken met de traditionele geldscheppende handelsbanken gaat vaak gepaard met uitspraken omtrent de mogelijkheid van kredietcreatie door de eerstgenoemden. Daarmee wordt tevens impliciet of expliciet een uitspraak gedaan omtrent de mogelijke betekenis van een Eurodollarkredietmultiplicator. Zoals nog zal blijken zijn de meningsverschillen met betrekking tot dit punt bijzonder groot. Alvorens hierop echter in te gaan zullen we in het onderstaande enkele multiplicatoren, waarmee de handelsbanken in een gesloten volkshuishouding geconfronteerd kunnen worden, aangeven.

Binnen een nationaal kredietsysteem zijn de geldscheppende banken gezamenlijk in staat om door kredietverlening hun verplichtingen te laten toenemen. De oorzaak hiervan is het feit dat de direct opeisbare schulden van deze instellingen in de maatschappij fungeren als een algemeen aanvaard ruilmiddel. Aangezien echter ook nog andere geldvormen dan de genoemde bestaan en de banken meestal een zekere hoeveelheid liquide middelen tegenover hun verplichtingen moeten aanhouden, leidt de kredietverlening tevens tot liquiditeitsverlies en tot een binding van kasreserves bij de genoemde instituties.

Het kredietpotentieel dat ligt opgesloten in de vrije bancaire kasreserve (de overschotreserve) is afhankelijk van de numerieke waarde van de kredietvermenigvuldiger. Hierin zijn opgenomen de zogenaamde lekken; dit zijn de factoren die ertoe leiden dat de vrije reserves van het bankwezen worden aangetaast onder invloed van de kredietexpansie. In een gesloten volkshuishouding zijn voor een geldscheppend banksysteem de

chartale opvragingen en het voorgeschreven kas- of liquiditeitspercentage ten opzichte van de zichtdeposito's de belangrijkste lekken. Indien we de voorgeschreven kasquote voor de zichtdeposito's bij banken aangeven met het symbool p , de marginale chartale geldquote met b en de marginale girale geldquote met c , waarbij $b+c=1$, kunnen we de kredietmultiplicator (k) schrijven als ⁶⁾

$$k = \frac{1}{b+pc} \quad (1)$$

In deze formule is $b+pc$ het aandeel van de lekken in het kredietpotentieel. Het aandeel van de return-flow (de terugstroming van de middelen naar banken als gevolg van een kredietexpansie) bedraagt dan $1-b-pc$.

In een gesloten volkshuishouding valt het aanwezige kredietpotentieel bij de handelsbanken samen met de mogelijke omvang van de geldcreatie, indien men tenminste veronderstelt dat de kredietverlening door de banken alleen resulteert in chartale opvragingen en in een toename van de zichtdeposito's. Dit impliceert dat de geldscheppingscoëfficiënt of geldmultiplicator (g), die de relatie aangeeft tussen de overschotreserve bij het bankwezen en de maximale toename van de geldhoeveelheid, eenzelfde waarde heeft als de kredietvermenigvuldiger, ⁷⁾ dus:

$$g=k = \frac{1}{b + pc} \quad (2)$$

De depositomultiplicator (s) geeft de verhouding aan tussen de toename van de deposito's en de overschotreserve bij het bankwezen voor het geval dat het kredietpotentieel volledig wordt gebruikt. Onder de veronderstelling dat er alleen zichtdeposito's worden aangehouden bij het bankwezen is de toename van de zichtdeposito's uiteraard gelijk aan de toename van de geldhoeveelheid verminderd met de chartale opvragingen.

6) Voor de afleiding zij verwezen naar F. de Roos, *De algemene banken in Nederland*, 1968, blz. 61 e.v.

7) de Roos, blz. 63.

Derhalve bedraagt de waarde van de depositomultiplicator

$$s = \frac{c}{b + pc} \quad (3)$$

Het is denkbaar dat er bij de handelsbanken niet alleen zichtdeposito's maar ook termijndeposito's worden aangehouden. Hoewel deze het geldkarakter missen, kunnen zij tot op zekere hoogte als een geldsubstituut fungeren. Het is dan ook mogelijk dat de kredietverlening door algemene banken niet alleen resulteert in chartale opvragingen en een toename van de zichtdeposito's, maar ook in een vergroting van de termijndeposito's. Uiteraard zullen dan ook de verschillende multiplicatoren een andere waarde aannemen. Als we veronderstellen dat het bankwezen ten opzichte van de termijndeposito's een bepaalde kasquote (t) moet aanhouden en de liquiditeiten-massa uit de volgende componenten bestaat: chartaal geld voor het gedeelte b', giraal geld voor het gedeelte c' en termijndeposito's voor het gedeelte d', waarbij b'+c'+d'=1, dan wordt de kredietmultiplicator

$$k = \frac{1}{b' + pc' + td'} \quad (4)$$

De lekken waarmee het algemene bankwezen wordt geconfronteerd bestaan dan immers uit chartale opvragingen en de binding van kasreserves tegenover de zicht- en termijndeposito's. De geldmultiplicator is in dit geval echter niet meer gelijk aan de kredietvermenigvuldiger. Aangezien de geldcreatie bij de benutting van het kredietpotentieel slechts de fractie b'+c' omvat, is de geldmultiplicator in het onderhavige geval dan ook

$$g = \frac{b' + c'}{b' + pc' + td'} \quad (5)$$

Analoog aan het voorgaande kan de depositomultiplicator, voor zover die betrekking heeft op de zicht- en termijndeposito's tesamen, worden aangegeven met de formule

$$s = \frac{c' + d'}{b' + pc' + td'} \quad (6)$$

We kunnen in dit verband ook nog een zichtdeposito- of crediteurenmultiplicator enerzijds en een termijndepositomultiplicator anderzijds onderscheiden. Zij geven het verband aan tussen de initiële overschotreserve bij het bankwezen en de toename van de zichtdeposito's, respectievelijk de toename van de termijndeposito's, voor het geval dat het aanwezige kredietpotentieel bij de algemene banken volledig wordt benut. De zichtdeposito-multiplicator (s_z) en de termijndeposito-multiplicator (s_t) kunnen worden weergegeven met de volgende formules:

$$s_z = \frac{c'}{b' + pc' + td'} \quad (7)$$

en

$$s_t = \frac{d'}{b' + pc' + td'} \quad (8)$$

Voor zover de benutting van het kredietpotentieel neerslaat in een toename van andere schuldtitels dan de genoemde, die door de algemene banken worden geëmitteerd, kunnen ook andere multiplicatoren voor het bankwezen worden aangegeven.

In het bovenstaande zijn verschillende multiplicatoren gegeven waarmee geldscheppende handelsbanken in een gesloten volkshuishouding geconfronteerd kunnen worden. Op eenvoudige wijze kunnen dezelfde multiplicatoren worden afgeleid voor een banksysteem in een open volkshuishouding.⁸⁾ Deze zijn echter, zoals nog zal blijken, voor ons doel niet direct relevant, zodat ze hier achterwege kunnen blijven.

8) Zie hiervoor bijvoorbeeld de Roos, blz. 64 en 65.

2.2. *Het Eurobankwezen en de Eurodollarkredietmultipliator.*

Voor een analyse van de invloed van de Eurodollarmarkt op het kredietpotentieel in de wereld (of eventueel in de afzonderlijke landen) doet zich de vraag voor met welke soort instellingen men de Eurobanken dient te vergelijken. De Eurobanken zijn de grote handelsbanken, die in de verschillende landen, naast de centrale bank, de belangrijkste geldscheppende instellingen vormen. Dit feit is voor een aantal auteurs aanleiding om de Eurobanken te beschouwen als "dollarcreërende", dus geldscheppende instellingen. In deze opvatting fungeren Eurodollars als (internationale) betaalmiddelen evenals de direkt opeisbare verplichtingen van de geldscheppende instellingen in binnenlandse valuta de functie van nationaal ruilmiddel uitoefenen. In deze opvatting is het kredietscheppende element van het Eurobankwezen dan ook van grote betekenis en speelt de Eurodollarkredietmultipliator een belangrijke rol voor de bepaling van het kredietpotentieel van het Eurobankwezen.⁹⁾ Tot de aanhangers van deze visie menen we met name de volgende auteurs te mogen rekenen: Kvasnicka, Friedman, Fratianni, Savona, Carli en Mundell.

Kvasnicka veronderstelt dat de kredietverlening in dollars door een bank in Londen, nadat deze bank dollardeposito's heeft aangetrokken, leidt tot een toename van de zichtdeposito's in dollars bij de genoemde bank. De houders van deze zichtdeposito's kunnen hierover beschikken en gebruiken voor het verrichten van betalingen, waardoor de dollarreserves van andere banken toenemen en additionele kredietverlening mogelijk wordt. De kredietverlening in dollars en de daarmee gepaard gaande toename der dollarverplichtingen bij de Eurobanken kan doorgaan tot "...all the direct dollar claims are being used as reserves against dollar-denominated deposits. In theory, the volume of Eurodollar deposits that banks could create through their lending

9) De Eurodollarkredietmultipliator wordt hier beschouwd als het getal waarmee de vrije overschotreserves bij het Eurobankwezen vermenigvuldigd moeten worden om het kredietpotentieel bij de Eurobanken, voorzover dat in deze reserves belichaamd is, te bepalen.

operations can be determined by the same formula as for domestic deposit expansion: the reciprocal of the reserve ratio times the influx of primary Eurodollars."¹⁰⁾ Een soortgelijke opvatting vinden we terug bij Friedman. "A homely parallel to Eurodollars is to be found in dollar deposit liabilities of bank offices located in the city of Chicago - which could similarly be called "Chicago-dollars".¹¹⁾ Duidelijk komt hier naar voren dat genoemde auteur aan Eurodollars de functie van ruilmiddel toekent op dezelfde wijze als "Chicago-dollars" een algemeen aanvaard ruilmiddel zijn in de V.S.. Volgens Friedman hebben Eurodollars, evenals de verplichtingen van het U.S. bankwezen, "a bookkeeper's pen" als basis.¹²⁾ Immers de Eurodollarmarkt is "...the latest example of the mystifying quality of money creation to even the most sophisticated bankers..."¹³⁾ Van essentiële betekenis hierbij is het feit dat "...Eurodollar institutions, like Chicago banks are part of a fractional reserve banking system".¹⁴⁾ In een hypothetisch voorbeeld, waarbij de kasvoorraad van het Eurobankwezen \$ 700.000 bedraagt en de Eurodollardeposito's een omvang bezitten van \$ 10.000.000., stelt Friedman dat een bedrag van \$ 9,3 miljoen Eurodollars is "created by the magic of fractional reserve banking - this is the bookkeeper's pen at work."¹⁵⁾ Evenals Kvasnicka en Friedman suggereren Fratianni, Savona en Carli dat het belangrijkste lek waarmee het Eurobankwezen wordt geconfronteerd, bestaat uit de reservebinding bij deze banken. De drie genoemde

10) Kvasnicka, blz. 19.

11) Friedman, blz. 5.

12) Friedman, blz. 4.

13) Friedman, blz. 4.

14) Friedman, blz. 7

15) Friedman, blz. 7.

auteurs doen ook uitspraken omtrent de kwantitatieve waarde van de Eurodollarkredietmultiplicator. Volgens Fratianni en Savona heeft deze gevarieerd tussen 7 en 3 in de jaren 1964 tot 1970.¹⁶⁾ Deze relatief omvangrijke variatie wordt verklaard uit het feit dat in de tweede helft der zestiger jaren de vorderingen van de Eurobanken op het Amerikaanse bankwezen relatief sterk zijn toegenomen, vooral omdat "... the United States banking system has acted on the Eurodollar-market as its central bank by means of what must be regarded as compulsory reserve in the form of deposits that foreign branches must keep with their head offices".¹⁷⁾ Hierdoor is de waarde van de Eurodollarkredietmultiplicator (volgens de genoemde auteurs) gedaald van 7, in 1964, tot 3 op het einde van het jaar 1969. Op dezelfde wijze concludeert Carli dat de waarde van de Eurodollarkredietmultiplicator in de tweede helft der jaren zestig aanzienlijk is gedaald. Indien echter de noodzaak voor het Eurobankwezen om tegoeden aan te houden bij de Amerikaanse banken geringer zou worden, "...it appears that this money multiplier could even climb to a ratio of seven times liquid reserves held by Eurobanks...".¹⁸⁾

Ook Mundell vergelijkt het Eurobankwezen met een geldscheppend banksysteem. De aantrekking van U.S. dollars door de Eurobanken vormt de basis van de kredietactiviteiten van de genoemde instellingen. "London banks open dollars accounts for their customers whose balances in New York are shifted in favour of the London banks. As these balances build up London banks make loans to their customers creating deposits in London banks, which are drawn on and deposited in other European banks, forming the basis for the multiple process in Europe".¹⁹⁾ Hoewel Mundell andere lekken dan reservebinding

16) M. Fratianni-P. Savona, Eurodollar Creation: Comments on Prof. Machlup's Propositions and Developments, *Quarterly Review*, Banca Nazionale del Lavoro, juni 1971, blz. 118.

17) Fratianni - Savona, blz. 118 en 119.

18) G. Carli, Eurodollars: A paper pyramid?, *Quarterly Review*, Banca Nazionale del Lavoro, juni 1971, blz. 107.

19) R.A. Mundell, World Inflation and the Eurodollar, *Note Economiche*, cd. Monte dei Paschi di Siena, 1971, blz. 16.

in het Eurodollarsysteem niet uitsluit, kent hij hieraan geen betekenis toe. "Once the market gets big enough the New York reserve of the London banks needs to be only a fraction of the total Eurodollar deposits in London, the size of the fraction being determined by the leakages to New York or, ultimately, the customary reserve ratio. The process is not different from the banking expansion process familiar in financial transactions between different parts of the same country".²⁰⁾ Indien het Eurobankwezen een kasreserve aanhoudt van 33 1/3% en de omvang van de Eurodollardeposito's 15 miljard bedraagt, dan is, volgens Mundell, een depositobedrag van 10 miljard het resultaat van de kredietverlening der Eurobanken.²¹⁾ De Eurodollarmarkt is bij de genoemde auteur dan ook een belangrijke oorzaak voor de wereldinflatie na 1965, gezien de uitspraak: "Our tentative conclusion is that world inflation has a monetary cause and, that the U.S. dollar and the Eurodollar are at the center of it".²²⁾

De eerder genoemde auteurs vergelijken het Eurobankwezen (expliciet dan wel impliciet) met een commercieel geldschepend banksysteem in een gesloten volkshuishouding. Dit is er de oorzaak van dat zij aan de kredietvermenigvuldiger in het Eurodollarsysteem een relatief grote betekenis toekennen, los van de vraag of zij een uitspraak doen omtrent de feitelijke waarde van deze multiplier. In hun opvatting zijn de potentiële lekken waarmee het Eurobankwezen geconfronteerd wordt, dezelfde als die bij geldschepende banken in een gesloten volkshuishouding. De Eurodollarkredietmultipliator is in deze visie dan ook dezelfde als die waarmee het laatstgenoemde banksysteem geconfronteerd wordt, namelijk $k = \frac{1}{b+pc}$. Gezien het feit dat de chartale opvragingen in U.S. dollars bij het Eurobankwezen van te verwaarlozen betekenis zijn, impliceert dit dat de kredietmultipliator een feitelijke waarde aanneemt van $\frac{1}{p}$. Dit betekent dat alleen de binding van kasreserves tegenover Eurodollardeposito's een beperkende factor vormt voor

20) Mundell, blz. 17.

21) Mundell, blz. 17.

22) Mundell, blz. 18.

de creatie van geld, in dit geval dus Eurodollars. Uit het bovenstaande kan men tevens de conclusie trekken dat volgens Kvasnicka c.s. het Eurobankwezen, in vergelijking met elk ander geldscheppend banksysteem in een gesloten volkshuishouding, de grootste mogelijkheden heeft tot geldschepping, onder de veronderstelling dat de aangehouden reservepercentages tegenover de verplichtingen aan niet-banken voor alle handelsbanken hetzelfde zijn. Elk geldscheppend banksysteem wordt immers geconfronteerd met chartale opvragingen. Deze zijn echter voor het Eurobankwezen van geen betekenis.

Diametraal tegenover de bovengenoemde opvatting staat de mening van de auteurs Mayer en Klopstock, dat het bestaan van een Eurodollarkredietmultipliator wel denkbaar is, maar dat deze in de praktijk van geen betekenis is. Volgens Mayer kan men de Eurobanken beter vergelijken met spaarbanken dan met geldscheppende handelsbanken.²³⁾ Eurodollars vormen een belegging voor de deposanten, evenals de spaardeposito's die worden aangehouden bij spaarbanken. Eurodollars komen immers tot stand na "...a conscious act of lending in the sense that they entail the conversion of money into an asset which cannot be used as such for payments purposes and which has to be converted back into money if a payments need should arise".²⁴⁾ Men kan de gegeven overeenkomst tussen Eurobanken en spaarbanken nog verder doortrekken. Beide soorten instellingen zorgen er via kredietverstrekking voor dat een gegeven omvang aan primaire liquiditeiten zo efficiënt mogelijk gebruikt kan worden, zodat de renteloze transactiekassen in U.S. dollars, respectievelijk in binnenlandse valuta, een relatief geringere omvang kunnen bezitten. De Eurobanken en de spaarbanken kunnen ook volstaan met het aanhouden van een relatief laag kaspercentage tegenover hun verplichtingen, die immers (voor het overgrote deel) niet direct opeisbaar zijn. De kredietcreatie op de Eurodollarmarkt vindt echter niet zijn oorzaak in het feit dat de Eurobanken een reservepercentage aanhouden dat lager is

23) H. Mayer, Multiplier Effects and Credit Creation in the Euro-dollar Market, *Quarterly Review*, Banca Nazionale del Lavoro, maart 1971, blz. 242-243.

24) Mayer, blz. 242.

dan 100, zoals bij Kvasnicka c.s. blijkbaar wel het geval is. Bij elke financiële instelling zullen de liquide middelen immers geringer zijn dan de omvang van de verplichtingen, maar dit is op geen enkele wijze een aanduiding voor de mogelijkheid tot kredietcreatie. Als men het Eurobankwezen vergelijkt met een spaarbanksysteem dan is het directe gevolg hiervan dat de Eurodollar kredietvermenigvuldiger een relatief geringe waarde moet bezitten. Binnen het geheel van de geldscheppende en de niet-geldscheppende financiële instellingen in de wereld neemt het Eurobankwezen immers een relatief bescheiden positie in, waardoor ook de return-flow, dus de terugstroming van middelen als gevolg van verleende kredieten, bij het Eurobankwezen relatief gering moet zijn. Vandaar de stelling van Mayer dat "... although an autonomous increase in Eurodollar credits might potentially lead to a large induced expansion of bank deposits and credits, most of this expansion would occur outside the Eurodollar market in the conventional credit sectors".²⁵⁾ Dezelfde opvatting komt ook naar voren bij Klopstock: "Eurobanks as a group can expect only a small fraction of their loans and investments to return to them as deposits; the deposit leakage from Eurobanks, as from non bank intermediaries, is massive..."²⁶⁾ De Eurodollar kredietmultipliator is in deze opvatting dan ook van zeer geringe, eventueel zelfs van te verwaarlozen betekenis. Alleen een multipliator die een fractie groter dan 1 is, lijkt in deze visie bestaanbaar. Klopstock kent aan de "Eurobank multiplier" een waarde toe van 0.50-0.90.²⁷⁾ Deze is vaak als volgt geïnterpreteerd: een autonome toename van de Eurodollar deposito's met een bedrag van 100 leidt na kredietverlening uiteindelijk tot een geïnduceerde toename van de Eurodollar deposito's met een bedrag van 50 tot 90.²⁸⁾ Aannemende dat de kasreserves die Eurobanken aanhouden ten opzichte van hun

25) Mayer, blz. 235 en 236.

26) F.H. Klopstock, Money Creation in the Eurodollar Market - A Note on Professor Friedman's Views, *Monthly Review*, Federal Reserve Bank of New York, januari 1970, blz. 12 en 13.

27) F.H. Klopstock, *The Euro-Dollar Market: Some Unresolved Issues*, 1968, blz. 8.

28) Zie bijvoorbeeld Little, blz. 16 en Hirsch, blz. 40.

deposito's van te verwaarlozen betekenis zijn, impliceert deze interpretatie dat de returnflow voor het Eurobankwezen 33 à 47% bedraagt. Immers een kredietmultiplicator van 1,5 respectievelijk 1,9 houdt in dat de lekken voor het betreffende bankwezen 67%, respectievelijk 53% bedragen. Een dergelijke relatief grote terugstroming van middelen naar de Euro-banken, als gevolg van hun kredietverlening, lijkt onwaarschijnlijk, gezien de eerder gegeven uitspraak van Klopstock dat de "...deposit leakage from Eurobanks...is massive...". De gegeven interpretatie blijkt dan ook, zoals Mayer aangeeft, op een misverstand te berusten. "As Klopstock has explained to us what he meant was that after allowing for deposit multiplication, an autonomous increase in Eurodollar deposits by say 100 million, might eventually lead to a total increase in Euro-dollar credits of 60-90 million, in which connection "credits" exclude loans by U.S. bank branches to their head offices, reserves kept in the United States against Eurodollar deposits and transaction balances held in the United States. Using Klopstock's underlying assumptions about the size of leakages, a deposit multiplier of about 1,05 to 1,09 is obtained (which signifies that an autonomous increase in Euro-dollar deposits of 100 would eventually lead to a further growth of deposits of 5-9)".²⁹⁾ De kredietmultiplicator is in deze visie dan ook van relatief geringe betekenis, hetgeen men ook mocht verwachten na de eerder gegeven uitspraak van Klopstock.

Het lijkt gewenst om de return-flow, waarvan Klopstock en Mayer waarschijnlijk uitgaan, enigszins te verduidelijken, aangezien wij van mening zijn dat er op dit terrein grote misverstanden bestaan, zoals ook nog zal blijken bij de weergave van de opvattingen van Machlup. Klopstock en Mayer gaan, naar onze indruk, uit van een return-flow, onder de impliciete veronderstelling dat er buiten het Eurodollarsysteem geen kredietexpansie optreedt. Voor zover echter Eurodollardeposito's het resultaat zijn van een door de Eurodollarmarkt opgewekte kredietexpansie bij andere financiële instellingen, vallen

29) Mayer, blz. 236, voetnoot 1.

deze deposito's niet onder de return-flow voor het Eurobankwezen, maar dragen deze een autonoom karakter. Zou men de bedoelde deposito's echter in de return-flow opnemen, dan resulteert een hogere waarde voor de kredietmultiplicator.³⁰⁾

De vergelijking van het Eurobankwezen enerzijds met een spaarbanksysteem anderzijds door Mayer is echter gedeeltelijk ten onrechte naar onze mening. Een return-flow bij een spaarbanksysteem is slechts denkbaar, als onder invloed van de kredietverlening door de genoemde instellingen, via een gegeneerde inkomensexpan­sie de besparingen toenemen. Eurodollardeposito's zijn echter termijn­deposito's die beschouwd worden als een tijdelijke belegging van liquide middelen. In monetair opzicht zijn deze te beschouwen als secundaire liquiditeiten, voor zover deze in handen van niet-banken zijn. Een eventuele groei van de termijn­deposito's is echter niet direct afhankelijk van gevormde besparingen. Een mogelijke return-flow bij het Eurobankwezen wordt dan ook niet persé geconditioneerd door de vorming van besparingen, als gevolg van een inkomens­stijging die voortvloeit uit een Eurodollarkrediet. Indien in een bepaald land geen nieuwe besparingen gevormd worden, dan is de return-flow voor spaarbanken per definitie nihil en zou er in de opvatting van Mayer evenmin een return-flow kunnen bestaan voor het Eurobankwezen in dat land. Beschouwt men echter Eurodollardeposito's als secundaire liquiditeiten, dan is een returnflow voor het Eurobankwezen echter mogelijk indien bijvoorbeeld een constant gedeelte van de liquiditeiten­massa bestaat uit Eurodollardeposito's. Indien we dit element in de opvattingen van Mayer en Klopstock introduceren, impliceert dit, dat in een gesloten volkshuishouding waarin de liquiditeiten alleen bestaan uit chartaal en giraal geld, termijn­deposito's in binnenlandse valuta en Eurodollars, en waarin we een hypothetisch onderscheid maken tussen Eurobanken en algemene banken, de return-flow voor het Eurobankwezen gelijk zal zijn aan het aandeel van de Eurodollardeposito's in

30) Zie in dit verband het voorbeeld op blz.96 e.v.

de totale liquiditeitenmassa.³¹⁾ Bij een toepassing van dezelfde gedachtengang op een groep landen of op de wereld als geheel kan men dan ook stellen dat de return-flow voor het Eurobankwezen, bij onze interpretatie van de opvattingen van Klopstock en Mayer, gelijk is aan het aandeel van de Eurodollardeposito's in de liquiditeitenmassa in de bedoelde landengroep of in de wereld. Aangezien het aandeel van de Eurodollardeposito's in de liquiditeitenmassa in de wereld relatief gering is, moet de return-flow voor het Eurobankwezen eveneens een relatief geringe betekenis hebben.

In het voorgaande zijn twee extreme visies naar voren gebracht ten aanzien van de Eurodollarkredietmultiplicator. Enerzijds de opvatting van Kvasnicka en Friedman c.s., die inhoudt dat de waarde van de kredietmultiplicator bij het Eurobankwezen alleen beperkt wordt door de reservebinding van middelen bij de Eurobanken, en anderzijds de visie van Mayer en Klopstock, althans naar onze mening, dat de return-flow bij het Eurobankwezen afhankelijk is van het aandeel van de Eurodollardeposito's in de liquiditeitenmassa in de wereld, waarbij echter de terugstroming van middelen naar de Eurobanken, als gevolg van de door de kredietverlening opgeroepen kredietexpansie buiten het Eurodollarsysteem, beschouwd moet worden als een autonome toename van de Eurodollardeposito's.

Het is uitermate moeilijk om een aantal overige auteurs, die trachten de kredietcreatie op de Eurodollarmarkt te analyseren, te classificeren. In dit verband kunnen genoemd worden Bell, Stem, Swoboda en Hirsch.³²⁾ Zij onderkennen allen de bestaansmogelijkheid van een kredietmultiplicator en geven ook enkele factoren aan waardoor de return-flow bij het Eurobankwezen bepaald kan worden. Bell legt hierbij de nadruk

31) Het begrip gesloten volkshuishouding dient hier geïnterpreteerd te worden als een volkshuishouding waarin geen goederen- en dienstentransacties met het buitenland plaats vinden. Uiteraard is hierbij wel verondersteld dat de ingezetenen vreemde valuta en waardepapieren luidende in vreemde valuta kunnen bezitten of verwerven.

32) Geoffrey L. Bell, Credit Creation through Euro-dollars? in Eric Chalmers (ed), blz. 48 e.v., Stem, blz. 132 tot en met 143, Swoboda, blz. 30 tot en met 34, Hirsch, blz. 40 en 41.

op de rentevergoeding op Eurodollardeposito's als een belangrijke factor voor de terugstroming van middelen naar het Eurobankwezen.³³⁾ Hij is echter van mening dat de return-flow in de praktijk van geringe betekenis is, behalve in het geval dat centrale banken voor omvangrijke bedragen hun dollarreserves aanhouden in de vorm van Eurodollardeposito's.³⁴⁾ In dat geval namelijk worden de dollars, die door de Eurobanken of door hun kredietnemers worden omgezet in binnenlandse valuta, door de centrale banken weer geheel of gedeeltelijk uitgezet op de Eurodollarmarkt.³⁵⁾

Om een nader inzicht te verkrijgen in de return-flow onderscheidt Stem bij het Eurobankwezen de volgende activa-posten: tegoeden bij banken in de V.S., kredieten aan U.S. banken, kredieten aan andere Amerikaanse ingezetenen, kredieten aan niet-ingezetenen van de V.S. en vorderingen en beleggingen in binnenlandse valuta's.³⁶⁾ Bij de twee eerstgenoemde activa-posten is een return-flow onmogelijk. Daarentegen is er wel een return-flow denkbaar bij de overige genoemde activa-posten. Vooral bij de laatstgenoemde post kan deze relatief hoog zijn. Stem stelt in dit verband: "One can visualize a case in which rapid and almost complete multiplication of a given inflow of Eurodollar primary deposits occurs if the central bank acquiring the dollars -when they are converted into local currency- redeposits them in the Eurodollar system as fast as Eurobanks convert them back into domestic currency".³⁷⁾ Evenals bij Bell zijn bij Stem de Eurodollardeposito's gevormd door monetaire autoriteiten met dollars die afkomstig zijn van Eurobanken of hun kredietnemers, een onderdeel van de return-flow. Swoboda wijst echter op het arbitraire element in deze benadering en stelt dat men ook aan alle Eurodollardeposito's afkomstig van monetaire autoriteiten een autonoom karakter kan toekennen³⁸⁾. Ook Mayer is van mening dat vanuit

33) Bell, blz. 48

34) Bell, blz. 48

35) Bell, blz. 48

36) Stem, blz. 133, tabel 4.1

37) Stem, blz. 140.

38) Swoboda, in Prochnow (ed), blz. 305.

monetair oogpunt de Eurodollardeposito's van centrale banken als exogeen beschouwd dienen te worden.³⁹⁾ Geen der bovengenoemde auteurs doet echter een uitspraak omtrent de kwantitatieve waarde van de Eurodollarkredietvermenigvuldiger. Evenmin wordt aangegeven of in de return-flow bij het Eurobankwezen de terugstroming van middelen, als gevolg van een kredietexpansie van de financiële instellingen buiten het Eurodollarsysteem is opgenomen, terwijl dit juist van grote betekenis kan zijn voor de numerieke waarde van de bedoelde multiplicator.

De mogelijkheid dat er op de Eurodollarmarkt kredietcreatie plaats vindt, wordt ook door Machlup onderkend. "Just as most bankers fifty years ago indignantly rejected the insinuation that they were fabricating domestic money, most bankers in the Euro-dollar system today cannot bear the thought that they are able to fabricate, and are in fact fabricating foreign money".⁴⁰⁾ Elders geeft Machlup een globale aanduiding omtrent de omvang van de "gecreëerde" Eurodollars. "For the period from December 1964 to December 1969 the increase in Eurodollar deposits was more than \$ 36 billion. During the same five years net outflows of private capital from the United States to all parts of the world were \$ 0,7 billion in short-term funds, \$ 7,5 billion in long-term funds, and \$ 5,5 billion in unrecorded transactions (errors and omissions), together \$ 13,7 billion. If one were to subtract from this figure all that did not flow to Europe and all that had nothing to do with the Eurodollar market, and then add a generous sum for estimated flows to Europe from countries other than the United States, the result would hardly come to 50% of the increase in Euro-dollar deposits. On this sort of reasoning rests the judgment that perhaps more than one half of all Eurodollars now in existence have been "made in Europe".⁴¹⁾ In deze gedachtengang, die tevens een aan-

39) Mayer, blz. 256.

40) F. Machlup, Euro-dollar Creation: A Mystery Story, *Quarterly Review*, Banca Nazionale del Lavoro, september 1970, blz. 237.

41) F. Machlup, The Magicians and Their Rabbits, *The Morgan Guaranty Survey*, mei 1971, blz. 9 en 10.

knopingspunt biedt voor de relatie tussen de betalingsbalans van de V.S. en de Eurodollarmarkt, wordt de maximaal mogelijke omvang van de autonome Eurodollardeposito's getaxeerd en vervolgens vergeleken met de feitelijke omvang, waarna de omvang van de door de kredietverlening gecreëerde Eurodollars bepaald kan worden.⁴²⁾ Wat Machlup in dit verband onder de return-flow verstaat komt echter nog niet expliciet naar voren. In een andere studie, waarin Machlup van mening is dat meer dan 30% van de totale omvang van de Eurodollardeposito's het resultaat zijn van de kredietverlening door het Eurobankwezen, is de genoemde auteur iets duidelijker ten aanzien van zijn interpretatie van de return-flow.⁴³⁾ Het genoemde percentage ad 30, impliceert dat maximaal 70 procent van de Eurodollardeposito's een autonoom karakter draagt, en dat dus, afgezien van de binding van kasreserves, de Eurodollarkredietmultipliator een waarde heeft van 1,43. Bij Machlup valt de toestroming van middelen naar Eurobanken, als gevolg van de door de kredietverlening van het Eurobankwezen geïnduceerde kredietexpansie bij financiële instellingen buiten het Eurodollarsysteem, onder de return-flow.⁴⁴⁾ Klopstock en Mayer daarentegen gaan ervan uit, althans bij onze interpretatie, dat de op bovenstaande wijze geïnduceerde toename van dollardeposito's bij het Eurobankwezen niet onder de return-flow van het Eurobankwezen valt maar een autonoom karakter draagt, aangezien deze het resultaat is van een kredietexpansie buiten het Eurodollarsysteem. Bij Machlup vallen verder onder de return-flow voor het Eurobankwezen, door centrale banken gevormde Eurodollars, na aankoop van dollars als gevolg van

42) In de door Machlup gebruikte cijfers met betrekking tot de omvang van de Eurodollardeposito's zijn blijkbaar tevens de interbancaire deposito's opgenomen, waardoor de waarde van de kredietmultiplier vanuit dit gezichtspunt overschat wordt. In feite behoren de interbancaire Eurodollars geëlimineerd te worden omdat deze geen directe invloed uitoefenen op het kredietpotentieel dat voor niet-banken beschikbaar is.

43) F. Machlup, *The Eurodollar System and Its Control*, in: F. Machlup, A. Gutowski, F.A. Lutz, *International Monetary Problems*, 1972, blz. 20 en 21.

44) Machlup, blz. 15 en 55.

de omzetting van dollars in binnenlandse valuta door de Eurobanken zelf of door de kredietnemers bij Eurobanken.⁴⁵⁾ Daarentegen dragen de Eurodollardeposito's, die door de monetaire autoriteiten worden aangehouden, bij Klopstock en Mayer waarschijnlijk een autonoom karakter. Het is wellicht gewenst om met een voorbeeld het essentiële verschil in benadering van de Eurodollarkredietmultiplicator bij Klopstock en Mayer enerzijds en bij Machlup anderzijds aan te geven. Terwille van de duidelijkheid veronderstellen we in ons voorbeeld dat de deposanten en de kredietnemers bij de Eurobanken alleen bestaan uit niet-bancaire Europese ingezetenen en dat er geen bestedingen in de buitenwereld plaats vinden. Verder wordt aangenomen dat 20% van de Europese liquiditeitenmassa bestaat uit chartaal geld, 40% uit giraal geld, 30% uit termijndeposito's in Europese valuta en 10% uit Eurodollardeposito's. Het Europese bankwezen houdt tegenover haar zichtdeposito's een kasreserve aan van 20%, terwijl we zullen aannemen dat tegenover de termijndeposito's en de Eurodollardeposito's geen reserves worden aangehouden. In de gedachtengang van Klopstock en Mayer bedraagt de return-flow bij het Eurobankwezen dan 10% en heeft de kredietmultiplicator dus een numerieke waarde van ruim 1,11. Uitgaande van een overschotreserve ad 100 bij het Eurobankwezen en een volledige benutting van het kredietpotentieel bij het Eurobankwezen resulteren de volgende balansmutaties, uitgaande van een systeem van vaste wisselkoersen.

activa Eurobankwezen		passiva		activa Overige Europese banken		passiva	
tegoeden bij U.S. banken	-100	Eurodollardeposito's	+11	tegoeden bij monetaire autoriteiten	+100	crediteuren	+44,
debiteuren	+111			kas	-22,2	termijndeposito's	+33,

45) Machlup, blz. 22 tot en met 25.

In de opvatting van Machlup echter resulteert een geheel andere Eurodollarkredietmultiplicator omdat hij ook rekening houdt met de kredietexpansie buiten het Eurodollarsysteem. Onder de gegeven veronderstellingen heeft de kredietvermenigvuldiger voor de gezamenlijke Europese banken een waarde van

$$\frac{1}{0,2 + 0,2 \times 0,4} = 3,57 .$$

Aangezien het aandeel van de Eurodollardeposito's in de Europese liquiditeitenmassa 10% bedraagt, zal de benutting van het kredietpotentieel leiden tot de vorming van Eurodollars voor een bedrag van 35,7. Gezien het feit dat de kasreserves bij de Eurobanken dan met 100 zijn gedaald, moeten de verleende kredieten door het Eurobankwezen dan een omvang van 135,7 hebben. Door deze laatste te relateren aan de initiële overschotreserve van 100 resulteert een waarde van 1,357 voor de kredietmultiplicator van het Eurobankwezen. Vrije reserves voor een bedrag van 100 bij het Eurobankwezen vertegenwoordigen derhalve een kredietpotentieel van 135,7 bij het Eurobankwezen en voor een bedrag ad 221,3 bij de overige Europese banken.⁴⁶⁾ Onder de veronderstelling dat beide banksystemen het beschikbare kredietpotentieel volledig benutten, resulteren op basis van een initiële overschotreserve van 100 bij het Eurobankwezen de onderstaande balansmutaties.

activa Eurobankwezen passiva			activa Overige Europese passiva banken		
tegoeden bij			tegoeden bij		crediteu-
U.S. banken -100	Eurodol-		monetaire au-		ren +142,8
debiteuren +135,7	lardepo-		toriteiten +100		termijnde-
	sito's +35,7		kas -71,4		posito's +107,1
			debiteuren +221,3		

- 46) De initiële overschotreserve van 100 bij het Eurobankwezen leidt tot een initiële toename van de kasvoorraden bij het overige Europese bankwezen ad 90 en vertegenwoordigen daar een overschotreserve van 62, gezien de chartale opvragingen ad 20 en de reservebinding ad 8 tegenover de toegenomen zichtdeposito's. Door vermenigvuldiging van de overschotreserve van 62 met de kredietmultiplicator ad 3,57 resulteert de toename van de debiteuren met een bedrag ad 221,3.

Uiteraard zal de kredietmultipliator voor het Eurobankwezen in de opvatting van Machlup een nog grotere waarde dan de genoemde bezitten, indien de Europese monetaire autoriteiten hun dollarreserves ten dele zouden aanhouden in de vorm van Eurodollardeposito's.

In het voorgaande werd verondersteld dat het Eurobankwezen en de Europese algemene banken twee volledig gescheiden banksystemen zijn. In de praktijk echter zijn beide systemen geconcentreerd in dezelfde instituties. Passen we de gedachten-gang van Machlup toe op een Europese banksysteem, dat tevens de functie van Eurobankwezen vervult dan resulteren, op basis van de gegeven veronderstellingen, de volgende balansmutaties bij de aanwezigheid van een overschotreserve in U.S. dollars voor een bedrag van 100.

activa	Banken in Europa	passiva
tegoeden bij U.S. banken	-100	crediteuren +142,8
tegoeden bij monetaire autoriteiten	+100	termijndeposito's +107,1
kas	- 71,4	Eurodollardeposito's + 35,7
debiteuren	+357	

In het voorgaande zijn drie verschillende opvattingen gegeven met betrekking tot de betekenis van de Eurodollarkredietmultipliator als een indicatie voor de mogelijkheid tot kredietcreatie door het Eurobankwezen. Geen van de gegeven analyses vormt naar onze mening een acceptabele uitgangsbasis om de monetaire betekenis van de Eurodollarmarkt te kunnen aangeven. In monetair opzicht is de invloed van de Eurodollarmarkt op het beschikbare kredietpotentieel voor niet-banken van fundamentele betekenis. Deze kan men echter niet weer-geven door een gegeven omvang van de autonome Eurodollardeposito's te vermenigvuldigen met de Eurodollarkredietmultipliator, welke waarde deze laatste ook mag bezitten. Bij een dergelijke benadering wordt immers geen rekening gehouden met de invloed die de vorming van Eurodollardeposito's heeft op het kredietaanbod van financiële instellingen buiten het Euro-dollarsysteem. Om de monetaire betekenis van de Eurodollarmarkt

aan te geven zal met deze invloed in elk geval rekening gehouden moeten worden. De verschillende benaderingen die in deze subparagraaf zijn weergegeven concentreren zich echter vooral op de eventuele relevantie en de numerieke waarde van de Eurodollarkredietmultiplicator. Ook in het geval dat de verschillende genoemde auteurs rekening zouden houden met de invloed die de vorming van de initiële Eurodollars hebben op het kredietpotentieel buiten het Eurodollarsysteem, is de Eurodollarkredietvermenigvuldiger in monetair opzicht van geen betekenis. Dit blijkt duidelijk uit de gegeven voorbeelden op bladzijde 96 en 97. Aannemende dat het ontstaan van de initiële overschotreserve bij het Eurobankwezen in deze voorbeelden geen invloed uitoefent op het kredietaanbod van het bankwezen buiten het Eurodollarsysteem, is de kredietmultiplicator met een waarde van 3,57 relevant en niet de mogelijke Eurodollarkredietmultiplicatoren die een waarde van 1,11 respectievelijk 1,357 bezitten. In de volgende paragraaf zullen we dan ook trachten een in theoretisch opzicht meer bevredigende benadering van de monetaire betekenis van de Eurodollarmarkt te geven.

3. De invloed van de Eurodollarmarkt op de omvang en de benutting van het beschikbare kredietpotentieel voor niet-banken.

3.1. *Veronderstellingen.*

Voor een analyse van de monetaire betekenis van de Eurodollarmarkt is het noodzakelijk om de grenzen van het Eurodollarsysteem te overschrijden. Een geïsoleerde beschouwing impliceert immers, dat de invloed van de vorming van de Eurodollar-deposito's en de invloed van de kredietverlening door het Eurobankwezen op het kredietpotentieel van financiële instellingen buiten het Eurodollarsysteem buiten beschouwing blijven en daarom onvolledig is. In de onderstaande analyse zullen we met de bedoelde invloeden wel rekening houden. Daarbij zullen we, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven, uitgaan van de volgende veronderstellingen:

- 1). Als houders van de Eurodollardeposito's worden onderscheiden monetaire autoriteiten en algemene banken buiten de V.S. en verder niet-banken uit alle mogelijke landen, inclusief ingezetenen van de V.S. Voor zover Eurodollardeposito's worden aangehouden door monetaire autoriteiten wordt verondersteld dat deze gefinancierd zijn met tegoeden bij de Amerikaanse banken. Ten aanzien van de niet-bancaire Eurodollardeposito's wordt verondersteld dat deze uiteindelijk gefinancierd zijn met zicht- en/of termijn-deposito's bij banken in de V.S. dan wel met deposito's bij binnenlandse banken. Voor zover primaire Eurodollardeposito's in handen zijn van handelsbanken wordt aangenomen dat deze een belegging vormen van de vrije kasreserves van de betreffende banken.
- 2). Het Eurobankwezen houdt zijn reserves tegenover Eurodollardeposito's aan in de vorm van tegoeden bij het Amerikaanse bankwezen en heeft verder de vrijheid om met de aange-trokken dollarmiddelen kredieten te verstrekken in dollars dan wel in binnenlandse valuta nadat de ontvangen dollars hierin zijn omgezet.
- 3). Er wordt verder verondersteld dat de Eurodollarmarkt geen directe invloed uitoefent op het monetaire beleid van de afzonderlijke landen in de wereld.
- 4). Tenslotte wordt eenvoudshalve aangenomen dat de invloed van de verschillende categorieën Eurodollars op het krediet-potentieel van het bankwezen buiten de V.S., geen invloed heeft op de kredietverlening aan U.S. ingezetenen door deze banken en evenmin op de bestedingen door de buitenwereld in de V.S.

Uiteraard kan het simplificerende karakter van de verschillende veronderstellingen niet ontkend worden. Wij menen echter dat deze noodzakelijk zijn om een inzicht te kunnen krijgen in de monetaire betekenis van de Eurodollarmarkt voor de wereld en moeten hiervoor in de komende subparagrafen nog enkele nieuwe supposities introduceren met name ten aanzien van de flexibiliteit in de wisselkoersen en de aard van de relevante krediet-multiplicatoren.

3.2. De betekenis van de verschillende financieringsbronnen voor Eurodollardeposito's.

Door het bestaan van de Eurodollarmarkt zijn er nieuwe kortlopende beleggingsobjecten gecreëerd, met als rekeneenheid de U.S. dollar, die echter geëmitteerd worden door het bankwezen buiten de V.S. Gezien de veronderstelling 1 in de vorige subparagraaf kunnen Eurodollars beschouwd worden als een substituuut voor een belegging op de binnenlandse geldmarkt voor zover Eurodollars in handen zijn van algemene banken en als een substituuut voor deposito's bij Amerikaanse banken dan wel als een substituuut voor deposito's bij algemene banken buiten de V.S. Met andere woorden, de financieringsbronnen voor de Eurodollars worden gevormd door tegceden bij de banken in de V.S. en door tegceden bij de niet-Amerikaanse banken en verder door de vrije kasreserves bij algemene banken buiten de V.S. De omvang en het karakter van de verschillende aldus gefinancierde Eurodollars zullen we aangeven met de symbolen X, respectievelijk T en Z. De aldus onderscheiden categorieën Eurodollars hebben een verschillende invloed op de overschotreserve bij de algemene banken buiten de V.S. en daarmee eveneens een geheel andere betekenis voor het kredietaanbod van de genoemde banken. Dit laatste is, naast de invloed die de Eurodollars uitoefenen op de overschotreserve bij de algemene banken buiten de V.S., afhankelijk van de aard en de numerieke waarde van de relevante kredietmultipliator en het vigerende wisselkoerssysteem, waaronder de vorming van Eurodollars en de kredietverlening door de banken plaats vindt. We zullen voor de verschillende casusposities die men kan onderscheiden, twee kredietmultipliatoren hanteren namelijk

$$k = \frac{1}{b + pc} \quad \text{en} \quad k = \frac{1}{b' + pc' + td' + te'}$$

In de eerstgenoemde kredietmultipliator is p de gemiddelde kasquote die door de algemene banken wordt aangehouden ten opzichte van de zichtdeposito's, b is de marginale chartale geldquote terwijl c de marginale girale geldquote voorstelt. In de andere kredietmultipliator zijn de symbolen

b', c', d', e' een uitdrukking voor respectievelijk de marginale chartale geldquote, de marginale girale geldquote, het aandeel van de termijndeposito's en het aandeel van de Eurodollardeposito's in de liquiditeitenmassa buiten de V.S., waarbij bovendien verondersteld wordt dat bedoelde liquiditeitenmassa alleen bestaat uit de genoemde schuldtitels en dat de gegeven quotes in elk land dezelfde waarde bezitten. De symbolen p en t geven de gemiddelde kasquote aan die door de algemene banken buiten de V.S. wordt aangehouden ten opzichte van de zichtdeposito's respectievelijk tegenover de termijndeposito's in binnenlandse valuta en Eurodollardeposito's. Het gebruik van de eerste kredietmultiplicator houdt in dat de benutting van de mutatie in het kredietpotentieel onder invloed van de Eurodollarmarkt, alléén resulteert in een verandering in de omvang van de geldhoeveelheid. De hantering van de andere kredietmultiplicator impliceert echter dat de benutting van het eventueel gewijzigde kredietpotentieel niet alleen resulteert in geldmutaties, maar ook in veranderingen in de omvang van de termijndeposito's in binnenlandse valuta en in de Eurodollardeposito's. Alleen in de laatste benadering is het bestaan van een Eurodollarkredietmultiplicator mogelijk omdat er alleen dan sprake is van een return-flow voor het Eurobankwezen.

Casuspositie a: X-deposito's bij vaste wisselkoersen.

Bij een systeem van vaste wisselkoersen leidt de vorming van de X-deposito's bij het Eurobankwezen tot een toename van de vrije reserves bij het algemene bankwezen buiten de V.S. ter grootte van $X(t-1)$ dollar. Bij de gegeven veronderstelling onder 4). in 3.1. zullen de dollars die hierdoor in het bezit komen van de Eurobanken, maar niet benodigd zijn als dekking voor hun dollarverplichtingen, bij een systeem van vaste wisselkoersen, afvloeien naar de monetaire autoriteiten buiten de V.S. Dit zal gebeuren doordat het Eurobankwezen, diens kredietnemers dan wel de ontvangers van de U.S. dollars na één of meerdere bestedingsronden, de verworven dollars op

de valutamarkt zullen aanbieden, waardoor de centrale banken buiten de V.S. gedwongen zijn om deze aan te kopen en voor de tegenwaarde ervan binnenlandse valuta beschikbaar moeten stellen.

Indien we het kredietpotentieel, dat in de overschot-reserve ter grootte van $X(t-1)$, aangeven met het symbool K_x dan is

$$K_x = kX(1-t) \quad (9)$$

Aannemende dat de benutting van dit potentieel alleen leidt tot geldcreatie, resulteren de onderstaande balansmutaties bij de algemene banken en bij de monetaire autoriteiten buiten de V.S.

algemene banken buiten de V.S.
(inclusief het Eurobankwezen)

monetaire autoriteiten
buiten de V.S.

	activa	passiva
I	tegoeden bij U.S. banken +X	Eurodollar-deposito's +X
II	tegoeden bij U.S. banken -X(1-t)	
	kas/tegoeden bij centrale banken +X(1-t)	
	kas/tegoeden bij centrale banken -bK _x	crediteuren +cK _x
	debiteuren +K _x	

	activa	passiva
	tegoeden bij U.S. banken +X(1-t)	bankbiljetten in circulatie/ tegoeden van algemene banken +X(1-t)

Onder I komt de vorming van de Eurodollardeposito's naar voren. Bij II blijkt de afvloeiing van de dollars naar de monetaire autoriteiten en de benutting van het kredietpotentieel bij het algemene bankwezen buiten de V.S.

Als we echter veronderstellen dat de benutting van het kredietpotentieel niet alleen resulteert in geldcreatie, maar ook leidt tot een toename van de termijndeposito's en de Eurodollardeposito's dan zijn de balansmutaties anders dan hierboven zijn aangegeven. De initiële vrije dollarreserves bij het algemene bankwezen buiten de V.S. zullen dan niet volledig afvloeien naar de monetaire autoriteiten. Door de

kredietverlening van de banken worden er immers Eurodollar-deposito's gecreëerd ter grootte van $e'K_x$, die leiden tot een binding van kasreserves in dollars voor een bedrag van $te'K_x$. De vermindering van de dollarreserves bij de algemene banken bedraagt in dit geval per saldo dan ook $X(1-t) - te'K_x$. De balansmutaties als gevolg van de vorming van de Eurodollar-deposito's en de volledige benutting van het hierdoor gecreëerde kredietaanbod zijn in het onderstaande aangegeven.

algemene banken buiten de V.S. (inclusief Eurobanken) monetaire autoriteiten buiten de V.S.

	activa	passiva	activa	passiva
I	tegoeden bij U.S. banken $+X$	Eurodollar-deposito's $+X$		
II	tegoeden bij U.S. banken $- \{X(1-t) - te'K_x\}$ kas/tegoeden bij monetaire autoriteiten $+ \{X(1-t) - te'K_x\}$ kas $- b'K_x$ debiteuren $+K_x$	Eurodollardeposito's $+e'K_x$ crediteuren $+c'K_x$ termijn-deposito's $+d'K_x$	tegoeden bij U.S. banken $+ \{X(1-t) - te'K_x\}$	bankbiljetten in circulatie/tegoeden van algemene banken $+ \{X(1-t) - te'K_x\}$

Bij I komt de vorming van de Eurodollardeposito's naar voren. Bij II zijn de balansmutaties aangegeven die samenhangen met de afvloeiing van de overtollige dollars naar de monetaire autoriteiten en de balansveranderingen als gevolg van de kredietexpansie der algemene banken.

Allereerst is de substitueerbaarheid tussen termijndeposito's en Eurodollars waarschijnlijk aanzienlijk groter dan die tussen zichtdeposito's en Eurodollars, gezien het feit dat de eerstgenoemde schuldtitels door de houders als secundaire liquiditeiten beschouwd worden. De zichtdeposito's daarentegen zijn primaire liquiditeiten waardoor Eurodollars hiervoor niet of slechts in beperkte mate kunnen dienen als een alternatief. Dit impliceert dan ook dat de Eurodollardeposito's van de categorie T waarschijnlijk voor een relatief gering gedeelte gefinancierd zijn met zichtdeposito's. Bovendien zijn de verschillen in de kasquotes die de algemene banken tegenover de zicht- en de termijndeposito's aanhouden meestal van beperkte omvang. Vanwege de genoemde redenen zijn we dan ook van oordeel dat de invloed van de Eurodollars van de categorie T op het beschikbare kredietpotentieel voor niet-banken van relatief geringe betekenis is.

Casuspositie c: Z-deposito's bij vaste wisselkoersen.

Voor zover Eurodollardeposito's in handen zijn van algemene banken vormen deze een belegging van vrije bancaire kasreserves, nadat deze zijn omgezet in dollars. Deze categorie Eurodollars die we zullen aangeven met het symbool Z, is evenals de groep T-deposito's van een relatief geringe betekenis voor de omvang van het beschikbare kredietpotentieel voor de niet-bancaire sectoren. Door de vorming van Z-deposito's worden immers vrije bancaire kasreserves overgeheveld van de ene bank naar de andere, zoals blijkt uit de onderstaande balansmutaties.

algemene banken buiten de V.S.
(inclusief het Eurobankwezen)
activa passiva

monetaire autoriteiten
buiten de V.S.

activa

passiva

I	kas/tegoeden bij monetaire autori- teiten -Z		tegoeden bij U.S. banken -Z	bankbiljetten in circulatie/ tegoeden van algemene ban- ken -Z
	tegoeden bij U.S. banken +Z			
II	dollartegoeden bij Eurobanken +Z	Eurodollar- deposito's +Z		
III	tegoeden bij U.S. banken -Z(1-t)		tegoeden bij U.S. banken +Z(1-t)	bankbiljetten in circulatie/ tegoeden van algemene ban- ken +Z(1-t)
	kas/tegoeden bij monetaire autori- teiten +Z(1-t)			

Onder I en II zijn de balansmutaties aangegeven die samenhan-
gen met de omzetting van vrije bancaire kasreserves in dollars,
respectievelijk de vorming van Eurodollardeposito's door de
algemene banken. Bij III komen de balansmutaties naar voren
die het gevolg zijn van de omzetting van vrije dollarreserves
in binnenlandse valuta door de algemene banken.

Zoals uit de balansmutaties blijkt, hebben de bedoelde Eurodol-
lardeposito's, afgezien van de reservebinding ter grootte van
 tZ , geen invloed op het kredietaanbod van de handelsbanken.
De initiële overschotreserve vertegenwoordigt een kredietpo-
tentieel ter grootte van kZ . Door de vorming van Eurodollars wordt
dit wel verplaatst naar andere banken maar verandert niet in omvang,
als we afzien van de mogelijke binding van kasreserves
tegenover de primaire bancaire Eurodollars. Aangezien de bedoelde
kasreserves relatief laag zijn, is de aantasting van het
kredietpotentieel door de vorming van de Eurodollardeposito's
van te verwaarlozen betekenis. De bedoelde Eurodollars kunnen
echter wel van grote betekenis zijn voor de benutting van het
beschikbare kredietpotentieel buiten de V.S. Zonder het bestaan
van de Eurodollarmarkt zou de overheveling van de vrije bancaire
reserves misschien niet gerealiseerd worden, waardoor een mogelijk-
ke benutting ervan eveneens achterwege zou blijven.

Casuspositie d: X-deposito's bij flexibele wisselkoersen.

Bij een systeem van flexibele wisselkoersen gaat de overheveling van dollardeposito's bij het U.S. bankwezen naar het Eurobankwezen ter grootte van X gepaard met een toename van de overschotreserve in dollars met $X(1-t)$. Deze belichaamt echter een ander kredietpotentieel dan bij een systeem van vaste wisselkoersen het geval is. Bij een systeem van vaste wisselkoersen gaat, zoals we in casuspositie a) hebben aangegeven, de afvloeiing van de overtollige dollars bij het algemene bankwezen gepaard met een vergroting van vrije overschotreserve in binnenlandse valuta met eenzelfde bedrag. De oorzaak hiervoor is gelegen in het feit dat de bancaire overschotreserve in dollars afvloeit naar de monetaire autoriteiten, die daarvoor de tegenwaarde in binnenlandse valuta ter beschikking moeten stellen. Bij een systeem van volledig vrije wisselkoersen is dit echter niet het geval. Als we voorlopig aannemen dat de verkoop van de dollars alleen resulteert in een verandering van de binnenlandse geldhoeveelheid, dan neemt de overschotreserve in binnenlandse valuta bij de algemene banken alleen toe voor zover de verkoop van de dollars op de valutamarkt leidt tot een toename van de kasvoorraden bij de banken en een vermindering in de noodzakelijke kasreserves.⁴⁷⁾ De omzetting van de vrije dollarreserves ter grootte van $X(1-t)$ resulteert in een toename van de bancaire kasvoorraden in binnenlandse valuta met $bX(1-t)$ en een daling van de zichtdeposito's met $cX(1-t)$. De dollarwaarde van de overschotreserve in binnenlandse valuta bedraagt derhalve $X(1-t)\{b+pc\}$. Het product van deze overschotreserve met de

47) We abstraheren hier en ook in de volgende casusposities, van de invloed die mogelijk kan uitgaan op de overschotreserve in binnenlandse valuta als gevolg van de wisselkoersveranderingen door de gewijzigde vraag- en/of aanbodverhoudingen op de valutamarkt.

kredietmultipliator $k = \frac{1}{b+pc}$ geeft dan de invloed aan die de bewuste dollardeposito's uitoefenen op het kredietpotentieel.⁴⁸⁾ Derhalve geldt:

$$K_x = X(1-t) \quad (10)$$

Een en ander blijkt uit de onderstaande balansmutaties waarbij tevens verondersteld is dat het kredietpotentieel volledig wordt benut.

	activa	Algemene banken buiten de V.S. (inclusief het Eurobankwezen)	passiva
I	tegoeden bij U.S. banken	+X	Eurodollardeposito's +X
II	tegoeden bij U.S. banken -X(1-t) kas +bX(1-t)		crediteuren -cX(1-t)
III	kas -bX(1-t) debiteuren +X(1-t)		crediteuren +cX(1-t)

Onder I komt de vorming van de Eurodollardeposito's naar voren. Bij II zijn de balansmutaties aangegeven die verbonden zijn met de verkoop van de overtollige dollarreserves en onder III komen de balansveranderingen naar voren die het gevolg zijn van de kredietexpansie door de banken.

De invloed op het kredietpotentieel van de Eurodollardeposito's van de categorie X, blijft dezelfde, indien we ervan uitgaan dat de omzetting van de dollars gepaard gaat met een stijging van de kasvoorraden in binnenlandse valuta en een daling in de zicht-, termijn- en Eurodollardeposito's. De stijging van de overschotreserve in binnenlandse valuta bedraagt dan $X(1-t)(b'+pc'+td'+te')$. Als we deze overschotreserve

48) Ook voor het geval dat de algemene banken buiten de V.S. dollarkredieten verlenen resulteert hetzelfde kredietpotentieel als in (10) is aangegeven. De betreffende kredieten leggen dan immers voor het volle bedrag een beslag op de vrije dollarreserves ter grootte van $X(1-t)$.

vermenigvuldigen met de kredietmultiplicator $k = \frac{1}{b' + pc' + td' + te'}$ dan resulteert een uitbreiding van het kredietpotentieel ter grootte van $X(1-t)$. Bij een volledige benutting van het beschikbare kredietpotentieel zullen de navolgende balansmutaties bij de algemene banken optreden.

	activa	Algemene banken buiten de V.S. (inclusief Eurobanken)	passiva
I	tegoeden bij U.S. banken	+X	Eurodollardeposito's +X
II	tegoeden bij U.S. banken -X(1-t)		crediteuren -c'X(1-t)
	kas/tegoeden bij monetaire autoriteiten +b'X(1-t)		termijndepo- sito's -d'X(1-t)
			Eurodollarde- posito's -e'X(1-t)
III	kas/tegoeden bij monetaire autoriteiten -b'X(1-t)		crediteuren +c'X(1-t)
	debiteuren +X(1-t)		termijndepo- sito's +d'X(1-t)
			Eurodollarde- posito's +e'X(1-t)

Onder I en II blijken de balansmutaties die samenhangen met de vorming van Eurodollardeposito's en de omzetting van dollars in binnenlandse valuta, terwijl bij III de balansveranderingen zijn aangegeven als gevolg van de uitbreiding van de kredietverlening.

Casuspositie e: T-deposito's bij flexibele wisselkoersen.

Ook bij een systeem van flexibele wisselkoersen kunnen Eurodollars voor individuele economische subjecten een substituuat vormen voor tegoeden bij de binnenlandse banken. Voor zover Eurodollardeposito's echter gefinancierd worden met de bedoelde tegoeden, resulteert deze substitutie in een balansverlenging bij het algemene bankwezen buiten de V.S. Indien immers niet-banken Eurodollars willen aanhouden, leidt de additionele dollarvraag voor de vorming van de tegoeden bij de Eurobanken, niet tot een verandering in de omvang van de binnenlandse verplichtingen van het bankwezen buiten de V.S., maar, nadat de aangekochte dollars zijn omgezet in een Eurodollardeposito, wel tot een toename van de dollarverplichtingen

en de dollarreserves bij het bedoelde bankwezen. Daarmee is de invloed op het kredietpotentieel van deze deposito's bij een systeem van vrije wisselkoersen precies hetzelfde als is aangegeven in vergelijking (10) met dit verschil dat de symbolen K_x en X vervangen dienen te worden door K_t en T . Derhalve resulteert:

$$K_t = T(1-t) \quad (11)$$

De balansmutaties die optreden bij de algemene banken buiten de V.S. zijn dezelfde als bij casuspositie d) zijn aangegeven en kunnen hier dan ook achterwege blijven.

Casuspositie f: Z-deposito's bij flexibele wisselkoersen.

Tenslotte zullen we de invloed van de primaire bancaire Eurodollardeposito's op het beschikbare kredietpotentieel analyseren bij een systeem van vrije wisselkoersen. Indien de algemene banken een vrije overschotreserve in binnenlandse valuta bezitten dan dienen zij, alvorens de vorming van Eurodollardeposito's mogelijk is, dollars te kopen op de valutamarkt. Als dit alleen gepaard gaat met geldcreatie, dan leidt de verkoop van binnenlandse valuta ter waarde van één dollar tot chartale opvragingen ter grootte van b en een toename van de zichtdeposito's met c dollar. De daling van de overschotreserve in binnenlandse valuta uitgedrukt in dollars, als gevolg van de aankoop van één dollar door de algemene banken bedraagt derhalve $b+pc$. Indien de omvang van de te verwerven dollars, waarmee Eurodollardeposito's gevormd worden door de banken, gelijk is aan Z , dan heeft de initiële overschotreserve in binnenlandse valuta een waarde van $Z(b+pc)$. De aankoop van dollars door de algemene banken gaat gepaard met een binnenlandse geldcreatie ter grootte van Z , die derhalve gelijk is aan het kredietpotentieel dat belichaamd is in de initiële overschotreserve. Door de vorming van Eurodollardeposito's wordt een kredietpotentieel ter grootte van $Z(1-t)$ overgedragen aan andere banken. De inkrimping van het kredietpotentieel bij de banken die hun reserves beleggen in Eurodollars bedraagt Z . De uitbreiding van het kredietpotentieel bij de overige algemene banken bedraagt echter $Z(1-t)$.

	activa	Algemene banken buiten de V.S. (inclusief het Eurobankwezen)	passiva
I	kas/tegoeden bij monetaire autoriteiten	-b'Z	crediteuren +c'Z termijndeposito's +d'Z Eurodollardeposito's +e'Z
II	tegoeden bij Eurobanken	+Z	Eurodollardeposito's +Z
III	tegoeden bij U.S. banken -Z{1-t(1+e')}		crediteuren -c'Z{1-t(1+e')} termijndepo- sito's -d'Z{1-t(1+e')} Eurodollar- deposito's -e'Z{1-t(1+e')}
IV	kas/tegoeden bij monetaire autoriteiten	-b'Z{1-t(1+e')}	crediteuren +c'Z{1-t(1+e')} termijndepo- sito's +d'Z{1-t(1+e')}
	debiteuren	+Z{1-t(1+e')}	Eurodollar- deposito's +e'Z{1-t(1+e')}

Onder I en II blijkt de omzetting van vrije bancaire binnenlandse reserves in U.S. dollars, respectievelijk de vorming van de Eurodollardeposito's. Bij III blijkt de omzetting van de overtollige dollarmiddelen bij het bankwezen voor zover deze niet benodigd zijn als kasreserve voor de uiteindelijke omvang van de Eurodollardeposito's, terwijl bij IV de balansveranderingen zijn aangegeven die samenhangen met de kredietexpansie, als gevolg van de primaire bancaire Eurodollardeposito's.

Uit de balansmutaties blijkt dat de inkrimping van de kredietcapaciteit bij de banken die hun vrije reserves beleggen in Eurodollars een waarde heeft van Z. De uitbreiding van de kredietcapaciteit als gevolg van de gevormde Eurodollardeposito's bedraagt $Z\{1-t(1+e')\}$. Dit houdt in dat K_z niet meer overeenkomt met de in (12) gegeven waarde. Gezien het feit echter dat zowel t als e' in de praktijk een relatief geringe waarde bezitten is vergelijking (12) in dit verband toch acceptabel om hier bij benadering de invloed van de primaire bancaire Eurodollardeposito's op het kredietpotentieel aan te geven.

De invloed van de Eurodollarmarkt op het beschikbare kredietpotentieel voor niet banken is uiteraard gelijk aan de optelsom van de invloed die door de verschillende categorieën Eurodollars afzonderlijk wordt uitgeoefend. In de onderstaande tabel II.1 komt dit nog eens op een overzichtelijke wijze naar voren, waarbij de totaal-invloed is aangegeven met het symbool K_w . Tenslotte zij nog opgemerkt dat de benutting van

het door de Eurodollarmarkt veranderde kredietpotentieel bij flexibele wisselkoersen niet identiek is met een liquiditeitscreatie in het land waar het betreffende kredietpotentieel wordt benut. Een en ander blijkt duidelijk uit de betreffende balansmutaties en de gegeven toelichting.

Tabel II.1. De invloed van de verschillende soorten Eurodollardeposito's op het beschikbare kredietpotentieel voor niet-banken bij een systeem van vaste en van vrije wisselkoersen.

Categorie Eurodollars	Invloed op het kredietpotentieel uitgedrukt in dollars bij	
	vaste wisselkoersen	vrije wisselkoersen
X	$K_x = kX(1-t)$	$K_x = X(1-t)$
T	$K_t = \text{nihiil (bij benadering)}$	$K_t = T(1-t)$
Z	$K_z = \text{nihiil (bij benadering)}$	$K_z = \text{nihiil (bij benadering)}$
Totaal: X+T+Z	$K_w = K_x + K_t + K_z = kX(1-t)$	$K_w = K_x + K_t + K_z = (X+T)(1-t)$

Naast de gegeven extreme systemen van volledig vaste en volkomen vrije wisselkoersen zijn er tussenvormen en/of combinaties mogelijk. Te denken valt in dit verband aan een systeem met een bepaalde schommelmarge, de glijdende pariteitenschaal en systemen waarbij tegelijkertijd vaste en variabele koersen naast elkaar bestaan. Voor zover tussenvormen en/of combinaties van de veronderstelde extreme wisselkoerssystemen relevant zijn, dient de invloed van de Eurodollardeposito's op het kredietpotentieel in de tabel gelocaliseerd te worden tussen de verschillende extreme mogelijkheden.

De vraag doet zich voor in hoeverre het gegeven onderscheid in de verschillende categorieën Eurodollars relevant is om de invloed van de Eurodollarmarkt te analyseren voor een beperkt geografisch gebied dan de wereld, exclusief de VS., bijvoorbeeld voor

Europa of voor een individueel land. Naar onze mening is dit slechts in beperkte mate het geval. Als we hierbij eenvoudshalve uitgaan van een beperkt geografisch gebied, bijvoorbeeld Europa en tevens een systeem van vaste wisselkoersen veronderstellen dan zijn voor de invloed van de Eurodollarmarkt op het kredietpotentieel van het Europese bankwezen de Eurodollardeposito's, die bij het niet bestaan van de Eurodollarmarkt buiten Europa zouden worden aangehouden relevant, en die we met het symbool X' zullen aangeven. Onder X' vallen dan ook de Eurodollardeposito's afkomstig van niet-Europese banken, die in wereldverband onder de categorie Z gerangschikt dienen te worden, en de deposito's afkomstig van niet-bancaire niet-Europese ingezetenen, die in wereldverband onder de categorie T vallen. Analooq aan het voorgaande kunnen dan onder T' gerangschikt worden de Eurodollardeposito's die een substituut vormen voor deposito's in Europese valuta's en onder Z' die Eurodollars die het resultaat zijn van een belegging van vrije bancaire reserves door Europese banken.⁴⁹⁾ De categorie Eurodollardeposito's die dan onder X' vallen vertegenwoordigen voor het Europese bankwezen een vrije overschotreserve ter grootte van $X'(1-t)$.

In Europees verband moet echter ook met een andere numerieke waarde van de kredietmultipliator rekening worden gehouden. De gemiddelde "lekken" zullen voor het Europese bankwezen waarschijnlijk een andere waarde hebben dan voor het algemene bankwezen in wereldverband. Bovendien zal dan ook een nieuw lek opgenomen moeten worden in de kredietmultipliator, namelijk de bestedingsquote van de verleende kredieten in de buitenwereld.

49) Indien het Eurobankwezen alléén zou bestaan uit Europese banken geldt wel dat $X+T+Z=X'+T'+Z'$, waarbij in elk geval $X'>X$. Indien het Eurobankwezen ook buiten Europa bestaat geldt uiteraard dat $X+T+Z>X'+T'+Z'$.

3.3. *Een globale kwantitatieve benadering van de invloed van de Eurodollarmarkt op het beschikbare krediet-potentieel.*

In de vorige subparagraaf werd aangegeven op welke wijze de Eurodollarmarkt invloed kan uitoefenen op het kredietpotentieel in de wereld of in een meer beperkt geografisch gebied. Indien we de kwantitatieve betekenis van de Eurodollarmarkt in dit opzicht willen bepalen, dan zullen de verschillende categorieën Eurodollars en de relevante kredietmultiplicatoren gekwantificeerd moeten worden en tevens zal de aard van het wisselkoerssysteem moeten worden aangegeven. Aangezien de periode waarop onze beschouwingen betrekking hebben loopt tot en met 1971 zullen we uitgaan van een systeem van vaste wisselkoersen in de wereld, gezien het feit dat in de betreffende periode dit wisselkoerssysteem actueel is geweest. Met betrekking tot de benodigde kwantitatieve gegevens over de verschillende categorieën Eurodollars doen zich grote problemen voor. Het beschikbare cijfermateriaal is beperkt en de voor ons doel relevante depositocategorieën zijn er niet direct uit af te leiden. Het voor ons doel relevante en beschikbare cijfermateriaal met betrekking tot de omvang van de Eurodollarmarkt wordt, naar onze mening, vooral gevormd door de tabel I.12. omdat daarin de interbancaire deposito's die geen primair karakter dragen voor het overgrote deel zijn geëlimineerd en bovendien vanwege het feit dat in bedoelde tabel ook de posities van de Eurobanken ten opzichte van niet-bancaire ingezetenen zijn opgenomen. De belangrijkste beperking in deze tabel is het feit dat de netto-omvang van de Eurodollardeposito's hierin slechts gedeeltelijk naar voren komt, omdat enkele andere belangrijke deelmarkten van de Eurodollarmarkt (Canada, Japan, Singapore, Bahama's) hierin niet zijn opgenomen. Het gevolg hiervan is dat de netto-omvang van de Eurodollardeposito's aangehouden bij het bankwezen van de andere landen dan de acht banksystemen, waarop tabel I.12 betrekking heeft, slechts naar voren komen voor zover de

Eurobanken in deze deelmarkten middelen beleggen in Euro-dollardeposito's bij de banken van de bedoelde acht landen. Als we van deze complicatie voorlopig afzien, en dus veronderstellen dat tabel I.12 de totale netto-omvang van de Eurodollarmarkt aangeeft, dan dienen we een schatting te maken van de verschillende categorieën Eurodollardeposito's of eventueel de maximale en de minimale waarde aan te geven voor de verschillende soorten deposito's.

Onder de categorie X vallen naar onze mening in elk geval de Eurodollardeposito's afkomstig van de monetaire autoriteiten. Bij het niet bestaan van de Eurodollarmarkt zouden deze waarschijnlijk voor het overgrote deel belegd zijn op de Amerikaanse geldmarkt, in de vorm van zicht- of termijndeposito's, in depositocertificaten, in Amerikaans schatkistpapier of in andere geldmarktbeleggingen.⁵⁰⁾ De mogelijkheden voor een belegging van deze reserves buiten de V.S. zouden bij het niet bestaan van de Eurodollarmarkt immers zeer beperkt zijn evenals een omwisseling van officiële dollarreserves in goud. Het is naar onze mening eveneens aannemelijk dat onder de categorie X de Eurodollardeposito's in handen van Amerikaanse ingezetenen gerangschikt kunnen worden. Hoewel de veronderstelling dat bij het niet bestaan van de Eurodollarmarkt, U.S. ingezetenen voor een geringer bedrag buiten de V.S. belegd zouden hebben in kortlopende waardepapieren, dubieuzer is, lijkt deze suppositie op grond van technische en institutionele factoren aannemelijk. We denken hierbij onder andere aan de geografische afstand en de relatief beperkte beleggingsmogelijkheden op praktisch alle nationale geldmarkten buiten de V.S. Op basis van de bovenstaande overwegingen is de minimale omvang van de Eurodollars, die als een substituut voor een geldmarktbelegging in de V.S. beschouwd kunnen worden, bepaald.

50) Hieruit mag men, zoals we nog zullen zien, niet concluderen dat de beleggingen van de monetaire autoriteiten op de Amerikaanse geldmarkt, zouden toenemen met het bedrag waarmee hun Eurodollartegoeden zouden dalen, indien zij zich van de Eurodollarmarkt zouden terugtrekken.

De dollardeposito's die door de monetaire autoriteiten van 58 landen worden aangehouden bij het Eurobankwezen blijken uit tabel I.9, terwijl de Eurodollardeposito's die in handen van U.S. ingezetenen zijn, in tabel I.12 naar voren komen. Aangezien bij het veronderstelde systeem van vaste wisselkoersen alleen de X-deposito's voor de bepaling van de invloed van de Eurodollarmarkt op het beschikbare krediet-potentieel relevant zijn, kunnen we de maximale omvang van de X-deposito's aangeven als de minimale omvang van de Eurodollardeposito's van de categorieën T en Z bekend zijn. Ter bepaling van een minimale waarde van Z, biedt tabel I.12 weinig aanknopingspunten, aangezien in de verplichtingen aan banken in West-Europa in de bedoelde tabel ook de deposito's, afkomstig van West-Europese monetaire autoriteiten, zijn opgenomen. In combinatie met tabel I.9 echter kan een globale indicatie gegeven worden omtrent de omvang van de minimale waarde van de bancaire Eurodollardeposito's. Tabel I.9 geeft namelijk de Eurodollardeposito's in het bezit van monetaire autoriteiten uit de groep van tien geïndustrialiseerde landen waarin ook zijn opgenomen de acht landen, die West-Europa voorstellen in tabel I.12. Als we aannemen dat de Japanse en Canadese monetaire autoriteiten hun reserves niet aanhouden in de vorm van Eurodollars, dan is de minimale waarde van de Z-deposito's te bepalen namelijk door de Eurodollars, in handen van monetaire autoriteiten in de tien geïndustrialiseerde landen (in tabel I.9) af te trekken van de verplichtingen van het Eurobankwezen aan de banken in West-Europa (in tabel I.12). Vervolgens doet zich het probleem voor om de Eurodollardeposito's van West-Europese niet-bancaire houders te classificeren. Deze zullen we onder de categorie T rangschikken om dezelfde reden als we de Amerikaanse houders van Eurodollars bij de categorie X hebben ondergebracht. Daarmee is tevens de minimale omvang van de T-deposito's aangegeven.

De overige Eurodollarhouders worden gevormd door monetaire autoriteiten buiten de groep van 58 landen, waarop tabel I.9 betrekking heeft en verder door de banken en niet-

banken buiten West-Europa en de V.S. De Eurodollardeposito's in handen van deze groeperingen vormen bij de gegeven omvang van de Eurodollarmarkt een restpost, waarbij het uitermate moeilijk is om deze nader te specificeren. Er zijn immers geen gegevens beschikbaar omtrent de beleggingen op de Eurodollarmarkt van de monetaire autoriteiten buiten de 58 landen in tabel I.9. Daarnaast is het niet mogelijk om een onderscheid te maken tussen de bancaire en de niet-bancaire Eurodollardeposito's die worden aangehouden bij de acht Europese banksystemen in de genoemde restgroep. Hoewel de Eurodollardeposito's, die bij de West-Europese banken worden aangehouden door de algemene banken uit de buitenwereld, voor de eerstgenoemden een primair karakter dragen, behoeft dit vanuit wereldoogpunt niet het geval te zijn. De desbetreffende deposito's kunnen immers ook een interbancair karakter dragen en dus afkomstig zijn van niet-banken of centrale banken en aldus onder de categorie X en /of T vallen. Het is dan ook denkbaar dat de Eurodollardeposito's waarvan in deze alinea sprake is voor het volle bedrag onder X gerangschikt moeten worden, dan wel geheel in de categorieën T en/of Z opgenomen dienen te worden. Op basis van de gegeven supposities is de minimale en de maximale omvang van de X-deposito's te bepalen met behulp van de beschikbare statistische gegevens, zoals blijkt uit tabel II.2.

Om de mogelijke invloed van de Eurodollarmarkt op het beschikbare kredietpotentieel in de wereld aan te geven moeten we vervolgens nog de kwantitatieve waarde van de kredietmultiplicator aangeven. Het is een uiterst gecompliceerde zaak om "de" kredietmultiplicator van "het" bankwezen buiten de V.S. te berekenen. Eenvoudshalve zullen we dan ook uitgaan van het bankwezen van de groep van Europese landen, waarop het beschikbare cijfermateriaal betrekking heeft en aannemen dat de kredietmultiplicator voor dit bankwezen beschouwd kan worden als "de" kredietmultiplier voor het bankwezen buiten de V.S. In de vorige subparagrafen hebben we twee kredietmultiplicatoren onderscheiden, namelijk één waarbij de benutting

Tabel II.2. Minimale en maximale omvang van de Eurodollar-deposito's die een substituuat vormen voor een geldmarktbelegging in de V.S. (in miljarden U.S. dollars).

Houders van Eurodollars	Categorie	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
a) U.S.ingezetenen 1)	X	1,5	1,3	1,1	1,7	3,2	3,8	4,2	6,1
b) Monetaire autoriteiten 2)	X	1,3	1,4	2,0	2,4	3,6	4,3	9,2	9,3
c) West-Europese banken 3)	Z	2,1	3,9	4,6	4,6	6,2	6,8	7,2	10,8
d) West-Europese niet-banken 4)	T	1,8	2,2	2,8	4,0	5,2	9,8	9,7	11,2
e) Overige 5)	T en/of Z en/of X	2,3	2,7	4,0	4,8	6,8	12,8	15,7	16,6
f) Totaal 6)		9,0	11,5	14,5	17,5	25,0	37,5	46,0	54,0
g) Totaal X minimum (a+b)		2,8	2,7	3,1	4,1	6,8	8,1	13,4	15,4
h) Totaal X maximum (a+b+c)		5,1	5,4	7,1	8,9	13,6	20,9	29,1	32,0

1) Zie tabel I.12, blz. 58

2) Zie "Totaal", tabel I.9., blz.51.

3) Berekend aan de hand van "West-Europese banken" (tabel I.12) en de "officiële Eurodollarhouders van tien geïndustrialiseerde landen" (tabel I.9).

4) Zie tabel I.12.

5) Sluitpost

6) Zie tabel I.12.

van het beschikbare kredietpotentieel alléén resulteert in een reservebinding bij de algemene banken en in geldcreatie, en daarnaast een multiplicator waarbij werd aangenomen dat ook termijndeposito's in binnenlandse valuta en Eurodollars het resultaat kunnen zijn van de kredietverlening. De formule voor de beide kredietmultiplicatoren luiden:

$$k = \frac{1}{b+pc} \quad \text{respectievelijk}$$

$$k = \frac{1}{b'+pc'+td'+te'}$$

Aan de hand van de onderstaande tabel zijn voor de 8 Europese landen de waarden van de grootheden b , c , b' , c' , d' en e' te bepalen, waarbij we zullen veronderstellen dat deze grootheden over de gehele beschouwde periode constant zijn geweest en dat de marginale quotes gelijk zijn aan de gemiddelde.

Tabel II.3. Chartaal geld, zichtdeposito's en termijndeposito's in binnenlandse valuta en Eurodollardeposito's in handen van niet-banken in 8 landen (in miljarden U.S. dollars per ultimo 1971).

	Chartaal geld 1)	Zichtdepo- sito's 2)	Termijndepo- sito's 3)	Eurodollar- deposito's 4)
België	4,38	3,90	4,66	
Frankrijk	14,92	28,10	27,87	
Duitsland	12,33	22,95	89,05	
Italië	12,03	48,55	30,95	
Nederland	3,22	3,01	4,24	
Zweden	2,69	1,30	8,29	
Zwitserland	4,02	8,14	17,46	
Engeland 5)	9,16	19,19	23,51	
Totaal	62,75	135,14	206,03	11,2
Totaal geldhoeveelheid	197,89		Waarde coëfficiënten	
Totaal termijndeposito's			$b = 0,32$	$b' = 0,15$
en niet-bancaire Eurodollardeposito's			$c = 0,68$	$c' = 0,32$
Totaal liquiditeitsmassa	415,12			$d' = 0,50$
				$e' = 0,03$

1) "Currency outside banks," 2) "Demand deposits" bij Deposit Money banks, 3) Soms inclusief deposito's in vreemde valuta en spaardeposito's, 4) Zie tabel II.2., 5) Voor Engeland zijn de gegevens berekend aan de hand van de posten in het "Monetary Survey".

Bron: De tabel is samengesteld aan de hand van de gegevens onder 1), 2), 3) en 5) over de betreffende landen in de International Financial Statistics, Volume XXVI, nr 3, maart 1973. De omrekening in dollars heeft plaatsgevonden tegen de contante koersen per ultimo 1971.

De moeilijkheden bij de bepaling van de gemiddelde bancaire kasreserves die door de algemene banken moeten worden aangehouden tegenover hun verplichtingen, zijn aanzienlijk groter. Er bestaan soms grote onderlinge verschillen tussen de landen ten aanzien van de reservebepalingen voor de banken, de wijze waarop de reserves aangehouden dienen te worden en de activa die als reserve worden aangemerkt. Het is verder mogelijk dat bepaalde bankreserves soms een krediet belichamen, bijvoorbeeld als bepaalde kortlopende vorderingen op de overheid en/of op particuliere sector als reserves kunnen dienen. Een ander probleem is het feit dat er verschillende soorten reservevoorschriften naast elkaar kunnen bestaan, bijvoorbeeld kasreserves die, vanuit monetair oogpunt, dienen te worden aangehouden in de vorm van tegoeden bij monetaire autoriteiten en daarnaast een reservepercentage, dat bedoeld is om de liquiditeit van banken te verzekeren vanuit een bedrijfseconomisch oogpunt. Eenvoudshalve zullen we uitgaan van de kasreservepercentages die in de verschillende landen vanuit monetair oogpunt gehanteerd werden op of omstreeks het einde van het jaar 1971 en die in de onderstaande tabel II.4. naar voren komen. Als het gemiddelde reservepercentage voor de Europese banken zullen we beschouwen het gewogen rekenkundig gemiddelde van de bancaire reservepercentages van de verschillende landen, waarbij de nationale aandelen van de betreffende zicht-, respectievelijk van de termijndeposito's in de totale omvang van de zicht- en termijndeposito's als wegingscoëfficiënten fungeren.

Tabel II.4. Voorgescreven reservepercentages voor de algemene banken in acht landen ten opzichte van de zichtdeposito's en termijndeposito's, per ultimo 1971.

1	2	3	4 (2x3)	5	6	7 (5x6)
	zicht-deposito's	wegings-coëfficiënt		termijn-deposito's	wegings-coëfficiënt	
België 1)	-	0,029	-	-	0,023	-
Frankrijk 2)	8,25	0,208	1,716	3,25	0,135	0,439
Duitsland 3)	13,8	0,170	2,346	9,55	0,432	4,126
Italië 4)	10,0	0,359	3,590	10,0	0,150	1,500
Nederland 5)	-	0,022	-	-	0,020	-
Zweden 6)	30,0	0,010	0,300	30,0	0,040	1,200
Zwitserland 7)	-	0,060	-	-	0,085	-
Engeland 8)	12,5	0,142	1,775	12,5	0,114	1,425
Gemiddelde reserve-percentages			9,727			8,690

Bron:

- 1) Communeautés Européennes, Comité Monétaire, La politique monétaire dans les pays de la Communeauté économique européenne, Institutions et instruments, 1972, blz. 64.
- 2) Communeautés Européennes, blz. 200.
- 3) De percentages gelden voor de grote banken in "Bankplätze" in "Reserveklasse 1" en zijn ontleend aan Communeautés Européennes, blz. 130.
- 4) Communeautés Européennes, blz. 64.
- 5) De Nederlandsche Bank N.V., Jaarverslag over het boekjaar 1971, blz. 136.
- 6) Informatie ontvangen van de Sveriges Riksbank.
- 7) P. Flückiger, Die Schweiz im Kampf gegen die Inflation: Vortrag gehalten am 22. März 1972 in Hannover vor der Europäischen Vereinigung für Eigentumsbildung, blz. 11.
- 8) Bank of England, Quarterly Bulletin, December 1971, Volume 11, number 4, blz. 482.

Op basis van het voorgaande resulteert voor p bij benadering een waarde van 0,10 en voor t een waarde van 0,09. Daarmee is ook de numerieke waarde van de kredietmultiplicatoren bepaald: voor $k = \frac{1}{b+pc}$ en voor $k = \frac{1}{b'+pc'+td'+te'}$ resulteert dan een waarde van 2,58 respectievelijk een waarde van 4,35. Met de thans bekende gegevens zijn we in staat de grenzen aan te geven voor de minimale en maximale invloed van de Eurodollarmarkt op het beschikbare kredietpotentieel voor niet-banken in de wereld. Aan de hand van tabel II.2 is de minimale en maximale waarde van de overschotreserve op het einde van elk jaar te bepalen. Deze is namelijk gelijk aan $X(1-t)$.⁵¹⁾ Als we de twee kredietmultiplicatoren met de beide extreme waarden voor $X(1-t)$ vermenigvuldigen, dan resulteert de minimale en de maximale invloed van de Eurodollarmarkt op het beschikbare kredietpotentieel in de wereld.

Tabel II.5. Invloed van de Eurodollarmarkt op het kredietpotentieel, in miljarden U.S. dollars, in de wereld over de periode 1964 tot en met 1971 bij verschillende extreme waarden van $X(1-t)$ en k .

		1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
$X(1-t)$	minimum	2,548	2,457	2,82	3,73	6,19	7,37	12,94	14,01
	maximum	4,641	4,914	6,46	8,10	12,38	19,02	26,48	29,12
$k = 2,58$	K_x minimum	6,51	6,34	5,40	9,62	15,97	19,01	33,39	36,15
	K_x maximum	11,97	12,68	16,67	20,90	31,94	49,07	68,32	75,13
$k = 4,35$	K_x minimum	11,08	10,69	12,27	16,23	26,93	32,06	56,29	60,94
	K_x maximum	20,19	21,38	28,10	35,24	53,85	82,74	115,19	126,67

51) Voor het geval dat de kredietverlening ook neerslaat in Eurodollardeposito's, is de waarde van de overschotreserve lager dan $X(1-t)$. Gezien het feit dat e' een relatief lage waarde heeft zijn de Eurodollars die het gevolg zijn van de kredietverlening door de banken eveneens van relatief geringe betekenis.

Uit de tabel II.5 blijkt dat door het bestaan van de Eurodollarmarkt het kredietpotentieel in de wereld aanzienlijk is toegenomen en vanuit dit oogpunt waarschijnlijk een bijdrage heeft geleverd voor de wereldinflatie in de jaren zestig en in het begin van de zeventiger jaren.

De mogelijke inflatoire invloed van de Eurodollarmarkt komt niet alleen tot uitdrukking in de vergroting van het beschikbare kredietpotentieel. De mate waarin dit potentieel wordt gebruikt is in dit opzicht eveneens relevant. Zoals in de eerste paragraaf van dit hoofdstuk is aangegeven heeft de Eurodollarmarkt ook in dit opzicht een niet te onderschatten invloed vanwege de grote betekenis van de interbancaire kredietverlening voor de benutting van het beschikbare kredietpotentieel voor niet-banken in de wereld. Vanuit dit oogpunt zou de Eurodollarmarkt waarschijnlijk ook een inflatoire invloed op de wereld uitoefenen indien deze markt geen directe betekenis zou hebben voor het kredietpotentieel als zodanig. Mayer stelt in dit verband: "Thus by increasing the international mobility of short-term capital, the Eurodollar market has tended to augment the flow of capital from countries with relative easy credit conditions to countries with relative tight conditions. The most important example of this is probably the placement by commercial banks of their surplus liquidity in the Eurodollar market. And, whereas in the capital-exporting countries the banks may have sufficient excess reserves to start with, so that the decline in their domestic credit base has little effect on credit creation, it is likely that the increase in the credit base of the banks in the capital importing countries will be fairly fully utilized for credit creation".⁵²⁾ In geheel dezelfde geest formuleert Emminger: "...there can be no doubt that the world wide pull on (otherwise idle) cash reserves exerted by the Euromarket and in general, its extreme flexibility in employing funds

52) H.W. Mayer, *Some Theoretical Problems Relating to the Euro-Dollar Market*, 1970, blz. 16.

may lead to an increase in the velocity of money or, to put it differently, to more credit being extended on a given monetary base".⁵³⁾

De gegeven kwalitatieve en kwantitatieve conclusies zijn vanzelfsprekend alleen geldig onder de gemaakte veronderstellingen. Ongetwijfeld komen deze niet volledig overeen met de werkelijkheid, met als gevolg dat de conclusies ten aanzien van de invloed van de Eurodollarmarkt op het beschikbare kredietpotentieel een sterk speculatief karakter dragen. We zullen dan ook de betekenis van de belangrijkste veronderstellingen in het kort nog eens aangeven.

Er is verondersteld dat de Eurodollardeposito's die onder de categorie X vallen een substituut vormen voor U.S. zicht- en termijndeposito's. Uiteraard zijn meerdere alternatieven denkbaar. Met name de monetaire autoriteiten houden voor omvangrijke bedragen Amerikaans schatkistpapier aan. De financiering van Eurodollars met U.S. termijndeposito's kan invloed hebben op de kredietcapaciteit van het U.S. bankwezen door de hiermee gepaard gaande wijzigingen in de passivastructuur. Voor zover de vraag naar Amerikaans schatkistpapier en/of termijndeposito's bij het U.S. bankwezen door het bestaan van de Eurodollardeposito's is afgenomen, kan een gefinduceerde rentestijging, zowel op schatkistpapier als op de termijndeposito's, de initiële daling van de kredietcapaciteit van het U.S. bankwezen ten dele of geheel gecompenseerd hebben. We zijn echter niet in staat om de invloed van de Eurodollarmarkt op de passivastructuur van het Amerikaanse bankwezen aan te geven. Het feit dat door het bestaan van de Eurodollarmarkt niet-ingezetenen van de V.S. voor geringere bedragen termijndeposito's bij het Amerikaanse bankwezen aanhouden, impliceert in elk geval niet persé dat het relatieve aandeel van de termijndeposito's in de totale verplichtingen van de U.S. banken, eveneens is gedaald.

53) Emminger, blz. 112.

Bij de analyse van de kredietfunctie van de Eurodollarmarkt is er van uitgegaan dat het bestaan van de Eurodollarmarkt geen invloed heeft gehad op het monetaire beleid van de individuele landen en dat het Eurobankwezen de vrijheid heeft om met de middelen, aangetrokken in de vorm van dollardeposito's kredieten te verstrekken zowel in dollars als in andere valuta. Deze veronderstelling is zeker in strijd met de werkelijkheid. Het is echter onmogelijk om aan te geven hoe het monetaire beleid in de wereld zou zijn geweest als de Eurodollarmarkt niet bestaan zou hebben. Voor zover een aantal monetair autoriteiten maatregelen hebben getroffen om de directe monetaire gevolgen van de Eurodollarmarkt voor hun eigen gebied te beperken of te voorkomen kan dit geleid hebben tot een verplaatsing en zelfs een versterking van deze consequenties, elders in de wereld.

Er is van uitgegaan dat de kredietmultiplicatoren van het bankwezen buiten de V.S. dezelfde zijn als die waarmee het bankwezen van 8 Europese landen wordt geconfronteerd en dat er geen krediet wordt verleend aan ingezetenen van de V.S., noch dat middelen, verkregen uit het door de Eurodollarmarkt opgewekte kredietpotentieel, besteed worden in de V.S.. De gemiddelde kredietmultiplicatoren voor "het" bankwezen buiten de V.S. hebben waarschijnlijk een geringere waarde dan de door ons berekende. De meeste nationale banksystemen in de wereld staan immers op een lager ontwikkelingsniveau dan die van de gegeven acht landen. Afgezien hiervan is het ook mogelijk, dat eventuele bedrijfseconomische voorschriften aan banken ten aanzien van de liquiditeit en de solvabiliteit, er voor zorgen dat de grens voor de kredietverlening eerder wordt bereikt, dan de kredietmultiplicatoren suggereren. Indien de benutting van het door de Eurodollarmarkt gecreëerde kredietpotentieel in de wereld, resulteert in extra-bestedingen in de V.S. door niet-ingezetenen, is de waarde van de door ons gebruikte kredietmultiplicatoren te groot, omdat we van dit lek hebben geabstraheerd.

HOOFDSTUK III

DE EURODOLLARMARKT EN DE TEKORTEN OP DE AMERIKAANSE BETALINGSBALANS

Inleiding

In dit hoofdstuk zal de relatie tussen de Eurodollarmarkt en de Amerikaanse betalingsbalanstekorten worden geanalyseerd. Daarbij zal worden uitgegaan van de "balance on liquidity basis" en de "balance on official reserve transactions basis", die, zowel in de theorie als in de praktijk, vaak als een uitgangspunt dienen voor de bepaling van de tekorten of overschotten van de V.S. in hun betrekkingen met de buitenwereld. In III.1. zullen de bedoelde betalingsbalansconcepties en de daaraan ten grondslag liggende overwegingen worden aangegeven. In III.2. zullen de verschillende opvattingen met betrekking tot de betekenis van de U.S. tekorten in het verleden voor het bestaan en de mogelijke omvang van de Eurodollarmarkt worden weergegeven en bekritiseerd. In III.3. zal de invloed van de Eurodollarmarkt op de Amerikaanse betalingsbalans geanalyseerd en op een globale wijze gekwantificeerd worden. Daarnaast wordt in de laatste subparagraaf de invloed van de Eurodollarmarkt op de omvang van de officiële reserves in de wereld aangegeven.

1. Enkele betalingsbalansconcepties in de Verenigde Staten.

1.1. *Autonome en accommoderende betalingsbalansposten.*

De economische en financiële relaties van een land met de buitenwereld komen, voor zover deze gepaard gaan met internationale betalingen, tot uitdrukking op de betalingsbalans. "Onder de betalingsbalans van een land verstaat men een in geld uitgedrukt stelselmatig overzicht van alle verrichtingen die gedurende een bepaald tijdvak (meestal een kalenderjaar) zijn geschied tussen de ingezetenen van dat land en die van één of meer andere landen, meestal van alle andere landen".¹⁾

1) Korteweg en Keesing, blz. 261.

Aangezien elke post op de betalingsbalans twee keer geregistreerd wordt, overeenkomstig de principes van de dubbele boekhouding, is de betalingsbalans in formeel opzicht altijd in evenwicht. Wil men in materieel opzicht een onevenwichtige betalingsbalans kunnen constateren dan dient men een aantal posten aan de debet- en creditzijde van de betalingsbalans, die niet identiek zijn, tegenover elkaar te stellen. Dit wordt mogelijk door de verschillende posten op de betalingsbalans te verdelen in twee groepen, namelijk de autonome en de accomoderende posten (sluitposten, salderingsposten). Een autonome post is als zodanig onafhankelijk van de overige betalingsbalansposten. Een sluitpost echter is "...een internationale transactie, die niet tot stand komt op grond van haar eigen aantrekkelijkheid, doch voortvloeit uit de noodzaak een tegenwicht te vinden voor bestaande onevenwichtigheden op de betalingsbalans."²⁾ De sluitposten dragen dan ook het karakter van een door de omstandigheden afgedwongen "noodaanpassing" of "overbruggingsdisposities".³⁾ De omvang van de salderingsposten is een maatstaf voor de materiële onevenwichtigheid (in de zin van een tekort of een overschot) op de betalingsbalans. Welke posten als autonoom en welke als accomoderend beschouwd worden is onder meer afhankelijk van de doelstelling welke met de analyse van de betalingsbalans wordt beoogd.

Er zijn vele criteria voor een betalingsbalansopstelling mogelijk, bijvoorbeeld ten aanzien van het tijdstip waarop de transacties geboekt worden (betalingsbalans op kasbasis en transactiebasis) en ten aanzien van de sectoren die men in de beschouwing wenst te betrekken (betalingsbalans van de monetaire en van de niet-monetaire sectoren). De salderingsposten kunnen bij elke denkbare opstelling van de betalingsbalans een andere vorm en een andere waarde aannemen. Aangezien we in dit hoofdstuk de relatie tussen de Eurodollarmarkt en de Amerikaanse betalingsbalans trachten te analyseren, zullen we

2) Korteweg en Keesing, blz. 273.

3) G.A. Kessler, *Monetaire evenwicht en betalingsbalansen*, 1958, blz. 227.

hier verder niet ingaan op het karakter van alle mogelijke sluitposten maar ons beperken tot die salderingsposten, die in de theorie en in de praktijk, veelvuldig worden beschouwd als een maatstaf voor de onevenwichtigheid op de betalingsbalans van de Verenigde Staten.

1.2. *De "balance on official reserve transactions basis" en de "balance on liquidity basis".*

Op het einde van de jaren vijftig en in het begin van de zestiger jaren ontstond in de V.S., zowel binnen als buiten de officiële kringen, een controverse over de definitie van een tekort of een overschot op de betalingsbalans. De meningsverschillen die hierbij naar voren kwamen, hadden vooral betrekking op de betekenis van de kortlopende verplichtingen van de V.S. aan niet-ingezetenen.⁴⁾ De bedoelde controverse is nooit opgelost met als gevolg dat er in de V.S. wordt uitgegaan van twee betalingsbalansconcepties namelijk de "balance on liquidity basis" (B.L.B.) enerzijds, die wordt gebruikt door het "Department of Commerce" en de "balance on official reserve transactions basis" (B.O.R.T.B.) anderzijds, die wordt gebruikt door het "Bureau of the Budget".⁵⁾ In het onderstaande schema is aangegeven op welke wijze de betalingsbalans van de V.S. wordt opgesteld en welke posten in de twee genoemde betalingsbalansconcepties een autonoom en een accomoderend karakter dragen.⁶⁾

4) R.F. Mikesell, *The U.S. balance of payments and the international role of the dollar*, 1970, blz. 7.

5) Mikesell, blz. 7.

6) Het schema is samengesteld aan de hand van de tabel "U.S. balance of payments", die in elk Federal Reserve Bulletin tot en met juni 1971 is opgenomen. De indeling van de betalingsbalans is vanaf juli 1971 enigszins gewijzigd. Met betrekking tot de sluitposten is de terminologie ontleend aan N. Fieleke, *Accounting for the Balance of Payments*, *New England Economic Review*, Federal Reserve Bank of Boston, mei/juni, 1971, blz. 2. In het gegeven schema is verder de mogelijke toewijzing van Bijzondere Trekkingsrechten aan de V.S. en een nadere indeling van de verschillende groepen posten achterwege gelaten omdat deze in het kader van onze studie niet van directe betekenis zijn.

- 1) Exports of goods and services
- 2) Imports of goods and services
- 3) Remittances and pensions

- 4) Balance on goods, services, remittances and pensions
- 5) U.S. Government grants and capital flow, net
- 6) U.S. private capital flow, net
- 7) Foreign capital, net, excluding change in liquid assets in the U.S.
- 8) Errors and unrecorded transactions

- 9) Balance on liquidity basis
- 10) Liquid liabilities of U.S. residents held by private foreigners (excluding commercial credits)

- 11) Balance on official reserve transactions basis:
 - a) liabilities of U.S. residents held by foreign monetary authorities
 - b) gains and losses in reserve assets held by U.S. authorities.

Het is wellicht gewenst enige toelichting te geven bij de post genoemd onder 6). Deze heeft betrekking op het netto kapitaalverkeer van de particuliere sector van de V.S.. Voor zover het hierbij om kortlopende kapitaalbewegingen gaat, hebben deze betrekking op de netto-mutatie in de kortlopende vorderingen op niet-ingezetenen. Elke toename van de kortlopende buitenlandse schuldtitels (bijvoorbeeld door aankoop van buitenlandse waardepapieren) in handen van U.S. ingezetenen wordt beschouwd als een kapitaalexport en betekent een vergroting (vermindering) van het tekort (overschot) op de B.L.B. en op de B.O.R.T.B. Een daling van de bedoelde schuldtitels in handen van de V.S. wordt beschouwd als een kapitaalimport en heeft derhalve een tegengestelde invloed op het saldo van de beide betalingsbalansen. Daarentegen worden in de B.L.B. de veranderingen in het buitenlandse particuliere bezit aan kortlopende vorderingen op de U.S.-ingezetenen beschouwd als een sluitpost, dus als een gevolg van de autonoom veronderstelde posten, behalve indien de bedoelde mutaties het gevolg zijn van commerciële kredietveleningen.

Voor de B.O.R.T.B. echter dragen alle particuliere kortlopende internationale kapitaaltransacties een autonoom karakter. Omwille van de duidelijkheid zullen we met enkele voorbeelden aangeven op welke wijze kortlopende kapitaalebewegingen beide betalingsbalansen beïnvloeden. De aankoop van buitenlands schatkistpapier en de vorming van Eurodollardeposito's door U.S. ingezetenen zijn een kapitaalexport en vergroten (verkleinen) een tekort (overschot) op de B.L.B. en de B.O.R.T.B. De aankoop van U.S. schatkistpapier door buitenlandse particulieren heeft geen invloed op de B.L.B. als deze gefinancierd wordt met reeds bestaande dollartegoeden in niet-officiële buitenlandse handen. De totale omvang van het niet-officiële buitenlandse dollarbezit, zoals we in het onderstaande de "liquid liabilities of U.S. residents held by private foreigners" zullen noemen, wordt hierdoor immers niet beïnvloed; alleen de samenstelling ondergaat een verandering. Zou echter door de bedoelde aankoop van het U.S. schatkistpapier ook het niet-officiële buitenlandse dollarbezit stijgen, dan resulteert er een groter overschot of een geringer tekort op de B.O.R.T.B. Bij een gegeven saldo op de B.L.B. moet dan immers het officiële buitenlandse dollarbezit dalen en/of moeten de officiële reserves van de V.S. een stijging vertonen om de aankoop van U.S. schatkistpapier door buitenlandse particulieren mogelijk te maken.

De onevenwichtigheden op de B.L.B. leiden tot mutaties in het niet-officiële en/of in het officiële buitenlandse dollarbezit en/of in de omvang van de officiële U.S. reserves.⁷⁾ Voor de B.O.R.T.B. echter dragen de veranderingen in het niet-officiële buitenlandse dollarbezit een autonoom karakter. De reden hiervoor is, zoals Fieleke aangeeft, dat de transacties in de regels 1 tot en met 10 "...generally reflect the workings of market supply and demand, that is, on the assump-

7) Hierbij zijn de mogelijke reservemutaties als gevolg van andere oorzaken, bijvoorbeeld een toewijzing van Bijzondere Trekkingsrechten, buiten beschouwing gelaten. Men kan dus niet zonder meer aan de hand van de veranderingen in de officiële Amerikaanse reserves en rekening houdend met de overige sluitposten de tekorten of overschotten op de Amerikaanse betalingsbalans bepalen.

tion that these transactions are usually undertaken for motives other than a concern with the balance of payments itself".⁸⁾ Gaat men echter uit van de B.L.B., dan dragen ook de veranderingen in het niet-officiële buitenlandse dollarbezit een sluitpostkarakter. Deze benadering wordt gemotiveerd door het feit dat de "...U.S. liquid liabilities held by private foreigners can readily be converted into liabilities held by foreign monetary authorities, and that, for this and similar reasons, no distinction should be drawn between these two categories of U.S. liabilities in computing the U.S. balance of payments deficit".⁹⁾ Evenwicht op de U.S. betalingsbalans in de twee gegeven benaderingen is aanwezig indien de saldi onder regel 9 en 11 een waarde van nul bezitten. Uit de betalingsbalans opstelling op blz. 131 blijkt dat een tekort op de B.L.B. niet persé hoeft samen te vallen met een tekort op de B.O.R.T.B., maar zeer wel kan samengaan met een evenwicht of een overschot op de laatstgenoemde balansen. Omgekeerd kan een overschot op de B.L.B. gepaard gaan met een evenwicht of met een tekort op de B.O.R.T.B.

Beide maatstaven ter bepaling van een onevenwichtige betalingsbalans zijn vaak bekritiseerd. Allereerst geldt dit de wijze waarop in de gegeven benaderingen van de Amerikaanse betalingsbalans het evenwichtsbegrip wordt gehanteerd. Fieleke stelt in dit verband: "Fundamentally economists have generally agreed that the term 'deficit' should mean a condition of the balance of payments that cannot continue for a very long period of time on a substantial scale, and we think it proper that the term should have these meaning when applied to the current overall balance - of-payments position."¹⁰⁾ De betalingsbalanstekorten van de V.S. gaan immers niet noodzakelijkerwijze gepaard met een tendens tot opheffing van een veronderstelde onevenwichtigheid. Fieleke stelt dan ook voor

8) Fieleke, blz. 10.

9) Fieleke, blz. 10.

10) Fieleke blz. 10 en 11.

om het betalingsbalansevenwicht te definiëren als een situatie waarbij de officiële U.S. reserves constant blijven, afgezien van eventuele toewijzingen van SDR's aan de V.S.; een tekort is dan aanwezig bij afnemende reserves. "A deficit so measured cannot be continued on a substantial scale over a very long period and is consistent with the generally accepted meaning of the term "disequilibrium".¹¹⁾

Nauw samenhangend met het voorgaande, kan er kritiek geleverd worden op het gebruik van de begrippen "autonoom" en "accomoderend" in de B.L.B. en in de B.O.R.T.B. In de eerstgenoemde benadering wordt ervan uitgegaan dat de mutatie in de liquide verplichtingen van de U.S. -ingezetenen tegenover het buitenland van accomoderende aard is, dus een direct resultaat is van de autonoom veronderstelde transacties boven de lijn tussen regel 8 en 9 van het betalingsbalansschema op blz. 131. Deze opvatting is echter niet te handhaven met betrekking tot de kortlopende dollarvorderingen in niet-officiële buitenlandse handen. In dit verband merkt Mikesell het volgende op: "The accumulation of these assets is not caused by changes in the above-the-line items of the U.S. balance of payments, but rather by deliberate decisions on the part of private foreigners (within the constraints established by their own governmental policies) to hold a portion of their assets in dollar form".¹²⁾ De factoren die de omvang van het buitenlandse niet-officiële dollarbezit bepalen kunnen van velerlei aard zijn. In dit verband valt bijvoorbeeld te denken aan de liquiditeit, de zekerheid en/of de renteopbrengsten van de dollartegoeden in vergelijking met kortlopende beleggingen in andere valuta's. Het is dan ook onjuist om aan de mutaties in het buitenlandse particuliere dollarbezit een accomoderend karakter toe te kennen.

Zowel met de B.L.B. als met de B.O.R.T.B. wordt gepretendeerd een inzicht te verschaffen in de potentiële aantasting van de officiële Amerikaanse reserves. Op de eerstgenoemde

11) Fieleke, blz. 13.

12) Mikesell, blz. 9.

betalingbalans wordt in dit opzicht geen onderscheid gemaakt tussen de officiële en de niet-officiële dollartegoeden van niet-ingezetenen van de V.S. Gezien de snelle en de massale overdrachtsmogelijkheid van dollars aan de nationale monetaire autoriteiten is een dergelijk onderscheid ten aanzien van de houders van de dollartegoeden overbodig.¹³⁾ In de B.O.R.T.B. wordt daarentegen, zoals Kindleberger aangeeft, verondersteld dat "...foreign private banks, companies, and individuals are willing holders of dollars, whereas foreign officials are not".¹⁴⁾ Alleen het dollarbezit van de monetaire autoriteiten buiten de V.S. vormt hierbij voor het volle bedrag een claim op de U.S. reserves.

Geen van beide maatstaven is naar onze mening geschikt om de aanspraken op de Amerikaanse officiële reserves aan te geven. Bij de B.O.R.T.B. wordt ervan uitgegaan, dat alle officiële kortlopende dollarvorderingen in handen van het buitenland ingezet kunnen worden tegen de reserves van de V.S. Hierbij wordt derhalve geen rekening gehouden met het feit dat een omvangrijk gedeelte van het bedoelde officiële dollarbezit gebonden kan zijn in de transactiesfeer, vanwege de functie van de dollar als interventie valuta, en dus niet gebruikt kan worden voor een omwisseling in U.S. reserves. Anderzijds wordt in de B.O.R.T.B. het buitenlandse particuliere dollarbezit niet als een potentiële claim op de reserves van de Verenigde Staten beschouwd. Deze benadering houdt dus geen rekening met de mogelijkheid dat het particuliere buitenlandse dollarbezit gedeeltelijk kan worden overgeheveld naar de officiële reserves en vervolgens kan worden aangeboden bij de Amerikaanse monetaire autoriteiten. In de B.L.B. wordt er daarentegen van uitgegaan dat alle dollartegoeden in handen van niet-ingezetenen van de V.S. ingezet kunnen worden tegen de officiële reserves van de Verenigde

13) In deze opvatting wordt uitgegaan van een systeem van vaste wisselkoersen waarbij de dollar door de monetaire autoriteiten buiten de V.S. als interventie valuta wordt gebruikt.

14) C.P. Kindleberger, *Measuring Equilibrium in the Balance of Payments*, *Journal of Political Economy*, november/december 1969, blz. 881.

Staten. Ook hier wordt dus geen rekening gehouden met het feit dat een gedeelte van deze dollars gebonden is in de transactiesfeer, zowel bij de monetaire autoriteiten als bij de andere buitenlandse dollarhouders. Volgens Kindleberger is de B.L.B.-benadering van de Amerikaanse betalingsbalans alleen geschikt in een crisissituatie, waarbij het buitenland op massale schaal dollars wil omzetten in Amerikaanse reserves. "The liquidity definition is appropriate to a crises but not to a steady state. It is well known that bank reserves suffer from the dilemma that in ordinary times none are needed, and that in crises 100 percent reserves are hardly sufficient. But to adopt a crisis definition for day-to-day operation of a financial system is evidently calculated to put the system out of business."¹⁵⁾ In een crisis-situatie wordt echter zowel in de B.L.B. als in de B.O.R.T.B.-benadering verondersteld dat de dollartegoeden in handen van de ingezetenen van de Verenigde Staten geen claim vormen op de reserves die de Amerikaanse monetaire autoriteiten in hun bezit hebben. In de praktijk is echter de mogelijkheid dat ook U.S. ingezetenen tegen de dollar kunnen speculeren zeer wel aanwezig.

Ondanks de aangegeven bezwaren tegen de B.L.B. en de B.O.R.T.B. zullen we bij de analyse van de relatie tussen de Amerikaanse betalingsbalans en de Eurodollarmarkt uitgaan van de twee genoemde betalingsbalansconcepties, aangezien deze in officiële kringen veelvuldig worden gebruikt voor de bepaling van de onevenwichtigheden in de financiële en economische betrekkingen van de V.S. met de buitenwereld.

2. De betekenis van de Amerikaanse betalingsbalanstekorten voor de Eurodollarmarkt.

2.1. *De tekorten als bestaansoorzaak en als een groeistimulerende factor.*

In de literatuur met betrekking tot de Eurodollarmarkt worden regelmatig uitspraken gedaan omtrent de invloed van de Amerikaanse betalingsbalanstekorten op de Eurodollarmarkt.

¹⁵⁾ Kindleberger, blz. 880.

Aan de bedoelde tekorten wordt echter vaak een verschillende betekenis toegekend. Soms schijnt de opvatting te bestaan dat de Eurodollarmarkt een direct gevolg is van de Amerikaanse betalingsbalanstekorten. Altman stelt in dit verband: "Because the Eurodollarmarket dates from 1958-1959, when the United States first developed large balance of payments deficits, it is often assumed that its deficits created the market and that a balance of payments surplus will reduce or even destroy it."¹⁶⁾ De term "created" in dit citaat suggereert een causaal verband tussen de Amerikaanse betalingsbalanstekorten en de Eurodollarmarkt, in die zin dat de tekorten noodzakelijkerwijze resulteren in een groei van de Eurodollarmarkt en eveneens dat overschotten per definitie leiden tot een inkrimping van de Eurodollarmarkt. Een dergelijke relatie tussen de Amerikaanse betalingsbalanstekorten en de Eurodollarmarkt is echter niet aanwezig. De tekorten op de B.L.B. en de B.O.R.T.B. komen naar voren, zoals reeds eerder werd aangegeven in de mutatie in de officiële U.S. reserves enerzijds en/of in een verandering van de liquide verplichtingen van U.S. ingezetenen ten opzichte van het buitenland anderzijds. Geen enkele sluitpost heeft echter betrekking op Eurodollardeposito's en derhalve resulteren tekorten niet noodzakelijkerwijze tot mutaties in de omvang van de Eurodollardeposito's. Eurodollardeposito's kunnen dan ook niet gecreëerd worden door Amerikaanse betalingsbalanstekorten.

De vraag kan gesteld worden in hoeverre Amerikaanse betalingbalanstekorten de groei van de Eurodollarmarkt hebben gestimuleerd. Klopstock stelt in dit verband: "There is no doubt that our payments deficits have contributed in some measure to the market's expansion. They have contributed directly when foreign central banks have placed funds in the market or have sold to their banking systems the dollars that exceeded the amount they desired to hold, as our deficits have largely been the source of these accumulations".¹⁷⁾ Voor zover

16) Altman, blz. 15 en 16.

17) Klopstock, blz. 18.

monetaire autoriteiten als gevolg van de tekorten op de B.O.R.T.B. gedwongen worden om dollarreserves te accumuleren en deze gedeeltelijk aanhouden op de Eurodollarmarkt resulteert een grotere omvang van de Eurodollardeposito's. Wij kunnen met de genoemde auteur instemmen, onder de veronderstelling dat de tekorten op de B.O.R.T.B. niet worden beïnvloed door de Eurodollarmarkt.¹⁸⁾ Zonder de bedoelde Amerikaanse betalingsbalanstekorten zouden de Eurodollardeposito's die worden aangehouden door officiële monetaire autoriteiten immers niet bestaan of een geringere omvang hebben.

Bij de interpretatie van de uitspraken van verschillende andere auteurs doen zich echter grote problemen voor. Reiersen stelt bijvoorbeeld: "The growth of the Eurodollar-market in particular was stimulated also by the long string of deficits in the United States balance of payments since the late 1950's, which brought to an end the dollar shortage of the earlier postwar years and produced in its place a rising supply of dollars in foreign hands".¹⁹⁾ Scott is er eveneens van overtuigd dat de betalingsbalanstekorten van de V.S. een bijdrage hebben geleverd voor de groei van de Eurodollarmarkt. "All would agree, presumably, that the supply of dollars to foreigners through past deficits in the U.S. balance of payments has made an important contribution to the development and growth of the Euro-dollar market".²⁰⁾ Ook bij Kymmell hebben de U.S. tekorten de groei van de Eurodollarmarkt bevorderd. Deze auteur beschouwt de Eurodollarmarkt namelijk als "...een internationaal liquiditeitscircuit dat regelmatig gevoed werd en nog wordt door de voortdurende en zelfs groeiende Amerikaanse betalingsbalanstekorten."²¹⁾

18) Zoals in de volgende paragraaf nog zal blijken is deze veronderstelling echter niet reëel.

19) Reiersen, blz. 5.

20) I.O. Scott, *The Euro-Dollar Market and its Public Policy Implications*, 1970, blz. 29.

21) J. Kymmell, *Het internationale monetaire bestel en de internationale geldbewegingen, in Het Nederlandse bankwezen gesteld voor internationale problemen*, 1973, blz. 18.

Bij geen van de drie genoemde auteurs is aangegeven of de bedoelde tekorten gebaseerd zijn op de B.L.B. of op de B.O.R.T.B. conceptie. Wel blijkt dat bij deze auteurs de dollartegoeden van de niet-ingezetenen van de V.S. een rol spelen voor de groei van de Eurodollarmarkt. Welke buitenlandse tegoeden, de officiële en/of de niet-officiële, van betekenis zijn, blijft echter in het duister, evenals het mechanisme dat verantwoordelijk is voor de groei van de Eurodollarmarkt als gevolg van de genoemde tegoeden. Voor zover de bedoelde auteurs uitgaan van de niet-officiële dollartegoeden is een fundamenteel bezwaar tegen hun opvatting het feit dat deze tegoeden niet beschouwd kunnen worden als een gevolg van de tekorten op de Amerikaanse betalingsbalans, maar een autonoom karakter dragen. Afgezien van dit feit zijn wij niet in staat een causaal verband aan te geven tussen de ontwikkeling van het niet-officiële buitenlandse dollarbezit enerzijds en de groei van de Eurodollarmarkt anderzijds.²²⁾ Indien de bewuste auteurs uitgaan van het officiële buitenlandse dollarbezit en bovendien veronderstellen dat dit geheel beschouwd kan worden als een gevolg van de tekorten op de B.O.R.T.B., dan is de betekenis van de U.S. tekorten voor de groei van de Eurodollarmarkt hetzelfde als bij Klopstock het geval is. De betekenis van deze bijdrage is dan geheel afhankelijk van het gedragsspatroon van de monetaire autoriteiten buiten de V.S. Het is echter ook mogelijk om de drie bedoelde auteurs op een andere wijze te interpreteren, namelijk door een indirect verband te leggen tussen de tekorten van de V.S. en de Eurodollarmarkt, zoals bijvoorbeeld door Mayer wordt gedaan. Deze laatste auteur stelt dat: "...the payments deficit of the United States has tended to increase the liquidity and wealth (expressed in current dollars) of residents of other countries by making for easier credit conditions and policies, and by stimulating,

22) Zoals in de volgende paragraaf nog zal blijken is de omgekeerde relatie wel aanwezig in die zin dat de groei van de Eurodollarmarkt wel gevolgen kan hebben voor het niet-officiële buitenlandse dollarbezit.

at least in money terms, the growth of gross national products. The deficit may thus have made an indirect contribution to the growth of the Eurodollarmarket."²³⁾ Of een dergelijk indirect verband tussen de Amerikaanse betalingsbalanstekorten en de groei van de Eurodollarmarkt ook door Reiersen, Scott en Kymell wordt bedoeld is echter niet te bepalen. Bij de laatstgenoemde auteurs blijft verder de mogelijke groei-remmende invloed van de U.S. tekorten voor de Eurodollarmarkt achterwege. In dit verband valt te denken aan de in de V.S. bestaande restricties op de kapitaalexport enerzijds en de aantasting van het vertrouwen in de dollar als gevolg van de tekorten op de Amerikaanse betalingsbalans anderzijds. Als gevolg van de beperkingen voor de kapitaalexport voor ingezetenen van de V.S. is het aanbod van middelen bij Eurobanken geringer dan zonder de bedoelde restricties het geval zou zijn. Voor zover het vertrouwen in de dollar afhankelijk is van de omvang van de Amerikaanse reserves enerzijds en de omvang van de kortlopende verplichtingen ten opzichte van de niet-ingezetenen anderzijds, kan alleen geconstateerd worden dat het vertrouwen in de dollar in de loop van de tijd is gedaald. Een geringer vertrouwen in de dollar betekent dat dollarbeleggingen (en dus ook de Eurodollars) voor niet-ingezetenen van de V.S. minder aantrekkelijk zijn. Het is dan ook vanuit dit gezichtspunt dat Williams stelt: "However the viability of the Eurodollar market is much more dependent on the absence of continued enormous United States balance of payments deficits. Such continued deficits eat away at world confidence in the dollar, and confidence is the cornerstone of the dollar's present position".²⁴⁾ Mayer kan in dit verband dan ook terecht beweren: "In this limited respect it could even be contended that it is not because of the American payments deficit that the Euro-dollar market has expanded, but in spite of it".²⁵⁾

23) H.W. Mayer, *Some Theoretical Problems Relating to the Euro-Dollar Market*, 1970, blz. 6.

24) Williams, blz. 44.

25) Mayer, blz. 6.

Bij de in deze subparagraaf genoemde auteurs, Reiersen, Scott en Kymmell, komt op geen enkele wijze de mogelijkheid naar voren dat de Eurodollarmarkt ook een invloed kan uitoefenen op de Amerikaanse betalingsbalanstekorten. Zoals in de volgende subparagraaf nog zal blijken is een dergelijk uitgangspunt onhoudbaar, omdat de Eurodollarmarkt zowel een invloed uitoefent op de B.L.B. als op de B.O.R.T.B.

Het is voor ons onmogelijk om aan te geven hoe de Eurodollarmarkt zich ontwikkeld zou hebben indien de B.L.B. en/of de B.O.R.T.B. in het verleden geen tekorten zou hebben vertoond. De mogelijke groei-stimulerende factoren die zijn uitgegaan van de U.S.-tekorten hebben immers tegelijkertijd krachten opgeroepen die de groei van de Eurodollarmarkt hebben geremd. Welke krachten per saldo van de grootste betekenis zijn of zijn geweest, is naar onze mening niet te bepalen en daarmee is het eveneens onmogelijk om de betekenis van de Amerikaanse betalingsbalanstekorten in het verleden aan te duiden.

2.2. De Amerikaanse betalingsbalanstekorten als een bestaansvoorwaarde en als een beperkende factor voor de omvang van de Eurodollarmarkt.

Een essentiële voorwaarde voor het bestaan van de Eurodollarmarkt is, zoals in hoofdstuk I is aangegeven, de vrijheid voor banken en niet-banken om dollardeposito's aan te houden bij Eurobanken, terwijl de laatstgenoemde instellingen op hun beurt in staat moeten zijn om met de aangetrokken middelen kredieten te verlenen. Globaal kan men stellen dat deze vrijheid werd gecreëerd in 1958 toen de convertibiliteit van de belangrijkste Europese valuta's werd hersteld. Dit herstel van de convertibiliteit was bij het gegeven systeem van vaste wisselkoersen, waarbij de dollar als interventievaluta fungeerde, en gegeven de onvoldoende omvang van de officiële internationale goudreserves in de meeste landen gedurende méér dan een decennium na de 2e wereldoorlog, alleen mogelijk door betalingsbalanstekorten van de V.S., zowel op de B.L.B. als op de B.O.R.T.B. Pas nadat deze tekorten een bepaalde omvang hadden

aangenomen, hetgeen mede resulteerde in een toename van de officiële reserves buiten de V.S., kon het internationale betalings- en kapitaalverkeer op ruime schaal geliberaliseerd worden en daarmee werd ook het bestaan van de Eurodollarmarkt mogelijk. In deze visie vormen de U.S. betalingsbalanstekorten in de jaren vóór 1959 een essentiële voorwaarde voor het bestaan van de Eurodollarmarkt. Zonder deze tekorten zou namelijk bij het gegeven internationale monetaire systeem niet voldaan kunnen worden aan een noodzakelijke bestaandsvoorwaarde voor een externe depositomarkt in dollars, namelijk een zekere vrijheid van het internationale kapitaalverkeer.

Uitgaande van deze vrijheid echter, vormen ook de Amerikaanse betalingsbalanstekorten na 1958, in de ogen van vele auteurs een noodzakelijke voorwaarde voor het bestaan c.q. een beperkende factor voor de omvang van de Eurodollarmarkt. De auteurs die deze mening vertegenwoordigen zijn Christie, Daloz, Isralson, en waarschijnlijk Gans, zoals uit het onderstaande moge blijken.

Het feit dat de vorming van Eurodollardeposito's en de kredietverlening door het Eurobankwezen gepaard gaat met crediteurens substitutie bij het Amerikaanse bankwezen doet Christie concluderen dat, afgezien van de interbancaire Eurodollars, de omvang van de Eurodollardeposito's voortdurend volledig naar voren komt in liquide vorderingen op de V.S., die in handen zijn van het buitenland.²⁶⁾ Daarmee is tevens een relatie aanwezig tussen de Amerikaanse betalingsbalans en de Eurodollarmarkt. Christie stelt namelijk: "The fact that the dollar liabilities of foreign banks are backed by liquid claims on the U.S. establishes a link with the U.S. balance of payments. The link becomes clear if we now define the payments balance as the change in U.S. reserve assets and in liquid liabilities to all foreigners. (This is the liquidity definition of the U.S. balance). The volume of Eurodollars need not increase if

26) Christie, blz. 56 en 57.

the U.S. remains in deficit for all the new dollars coming into foreign hands could be held directly in the U.S. or exchanged for gold. Equally the volume of Eurodollars need not fall if the U.S. moves into surplus for the surplus could be taken in gold or foreign currencies or in a reduction in the liquid dollar balances, which foreigners hold directly in the U.S. However, except to the extent that they are reflected in changes in the U.S. reserves of gold and convertible currency, U.S. deficits and surpluses respectively increase and reduce the potential for Eurodollar holdings (which is either U.S. liquid liabilities to foreigners, or if there is pyramiding, then a multiple of it".²⁷⁾ In deze gedachten-gang zijn kortlopende dollarvorderingen in handen van het buitenland, een noodzakelijke voorwaarde voor het bestaan van de Eurodollarmarkt en tevens vormen deze tegoeden een begren-zing voor de maximale omvang de Eurodollardeposito's. Voor zover U.S. tekorten gefinancierd worden met een daling in de officiële reserves, resulteert er geen verandering in het buitenlandse dollarbezit en wordt dus, in de visie van Christie, de potentiële omvang van Eurodollarmarkt niet beïnvloed. Omgekeerd behoeven bij Christie de U.S. overschotten, voor zover deze resulteren in een toename van de Amerikaanse officiële reserves, niet te leiden tot een daling in de po-tentiële omvang van de Eurodollardeposito's. De buitenlandse dollartegoeden, en de daardoor bepaalde maximale omvang van de Eurodollardeposito's, worden dan immers niet aangetast, zoals uit het gegeven citaat valt te concluderen.

Bij Daloz en Isralson menen wij in principe eenzelfde gedachtengang te onderkennen. Bij de bespreking van de ont-wikkelingen van de Eurodollarmarkt in 1968 en 1969 stelt Daloz het volgende: "Le développement actuel du marché des Euro-dollars doit être rattaché à l'évolution du déficit de la balance américaine des paiements".²⁸⁾ De opvatting van Daloz over de relatie tussen de Amerikaanse betalingsbalans en de

27) Christie, blz. 57 en 58.

28) J.P. Daloz, Euro-dollars et déficits, *Economie Appliquée*, no.1., 1970, blz. 92.

Eurodollarmarkt is goed te verduidelijken met behulp van het door hem gepresenteerde schema "Alimentation du marché des Euro-dollars et déficit américain".²⁹⁾

- 1) Balance sur la base des liquidités (+): deficit
dont: erreurs et omissions
- 2) Financement au moyen de sorties de devises (-):
partie des réserves U.S.
- 3) Solde de 1) et 2)
- 4) Diminution des réserves officielles étrangères
en dollars (+): diminution
- 5) Solde final (alimentation du marché)*

* En d'autres termes, engagements liquides vis-à-vis des étrangers non banques centrales.

In dit schema wordt het saldo op de B.L.B., door rekening te houden met de mutatie in de Amerikaanse reserves en de officiële dollarreserves van de monetaire autoriteiten buiten de V.S. omgewerkt tot een "solde final", dat overeenkomt met de mutatie in het niet-officiële dollarbezit in de wereld. "L'évaluation final, en ligne 5) montre les sommes mises à la disposition du marché des Eurodollars, soit per deficit "net" des liquidités, soit par déglonflement des avoirs en dollars dans les réserves officielles non américaines. On pourrait considérer ces chiffres, figurant en ligne 5) comme l'émission initiale d'Euro-dollars, chaque année".³⁰⁾ Hoewel men uit dit citaat zou kunnen concluderen dat de mutatie in het niet-officiële dollarbezit noodzakelijkerwijze verbonden is met een mutatie in de omvang der Eurodollardeposito's, blijkt elders in zijn artikel, dat Daloz de U.S. tekorten, voor zover

29) Daloz, blz. 94

30) Daloz, blz. 93 en 94.

deze resulteren in een toename van het niet-officiële buitenlandse dollarbezit niet als een directe oorzaak voor de toename van de Eurodollardeposito's beschouwt, maar alleen als een potentiële groeifactor.³¹⁾

Alvorens kritiek te geven op de opvatting van Christie en Daloz, zullen we de mening van Isralson en Gans weergeven. Eerstgenoemde auteur stelt: "Le marché de l'euro-dollar est né de trois causes:

- le système du gold exchange standard,
- le déficit de la balance des paiements des U.S.A.,
- la régulation Q américaine.

En bref, si le déficit de la balance des paiements ne s'était pas produit dans le cadre d'un système monétaire international basé sur le gold exchange standard, il n'y aurait pas eu de balances dollars".³²⁾ Welke buitenlandse dollartegoeden van betekenis zijn voor de genoemde auteur, is echter niet uit het citaat af te leiden. Elders concludeert Isralson dat de verplichtingen van het Amerikaanse bankwezen tegenover niet-officiële ingezetenen de basis vormen van de Eurodollarmarkt.³³⁾ Aangezien de Eurodollardeposito's per ultimo 1969 een aanzienlijk grotere omvang hebben dan de niet-officiële dollartegoeden, komt Isralson tot de conclusie dat alleen een Eurodollarkredietmultiplicator het verschil tussen beide bedoelde grootheden kan verklaren. "Dès lors, si les engagements des banques commerciales américaines vis-à-vis de l'étranger constituent bien la base du marché, il apparaît qu'un facteur multiplicateur joue et que, dans une certaine mesure, les euro-dollars se reproduisent entre eux".³⁴⁾ Uit de gegeven

31) Zie bijvoorbeeld de uitspraak op blz. 93 dat: "... le déficit de la balance de paiements, entendu sur la base des liquidités, est une première source potentielle d'Euro-dollars". Bij de bespreking van de ontwikkeling van de U.S. betalingsbalans in het eerste halfjaar van 1969 wordt op blz. 96 gesteld: "...la contribution du déficit américain à l'alimentation potentielle du marché des Euro-dollars...".

32) M. Isralson, La balance des paiements américaine et le marché des Euro-dollars, *Revue de la Banque*, 1971, blz.291.

33) Isralson, blz. 297.

34) Isralson, blz. 297.

citaten menen we te kunnen concluderen dat bij Isralson het niet-officiële buitenlandse dollarbezit een beperkende factor is voor de omvang van de Eurodollardeposito's.

Voor zover de Eurodollardeposito's de niet-officiële buitenlandse dollartegoeden overtreffen is dit bij Isralson alleen verklaarbaar door het bestaan van een kredietmultiplicator bij het Eurobankwezen.

Gans ziet, overigens zonder nadere verklaring, bilaterale betalingsbalanstekorten als een noodzakelijke voorwaarde voor het bestaan van de Eurodollarmarkt. De genoemde auteur stelt namelijk het volgende: "Ook bij een evenwichtige betalingsbalans, en zelfs bij het bestaan van een betalingsbalansoverschot, dus van een schaarste van de betrokken valuta, kan voor deze valuta een "externe depositomarkt" ontstaan, mits het betalingsverkeer met sommige landen een overschot en met andere landen een tekort vertoont. Of de globale betalingsbalans een tekort of een overschot laat zien, dan wel in evenwicht verkeert, doet er dus niet toe, als er in het bilaterale betalingsverkeer met individuele landen maar zowel overschotten als tekorten optreden".³⁵⁾

De theoretische basis van de opvattingen van Christie, Daloz, Isralson en waarschijnlijk ook van Gans, is naar onze mening de volgende: de tekorten op de B.L.B. leiden, voor zover deze niet gefinancierd worden met U.S. reserves, tot dollartegoeden in handen van niet-ingezetenen van de V.S. Hierdoor wordt de vorming van Eurodollardeposito's mogelijk en daarmee is tevens de bestaansbasis voor de Eurodollarmarkt aanwezig. Een voortdurende groei van de Eurodollarmarkt is slechts mogelijk bij aanhoudende tekorten op de Amerikaanse betalingsbalans, aangezien alleen op deze wijze dollartegoeden in handen van niet-ingezetenen van de V.S. kunnen ontstaan. Zou de Amerikaanse betalingsbalans in evenwicht zijn dan is een verdere groei van de potentiële omvang der Eurodollardeposito's niet meer mogelijk, omdat de dollartegoeden van niet-

34) Isralson, blz. 297.

35) Gans blz. 196.

ingezetenen van de V.S. dan niet meer zullen stijgen. Indien de Amerikaanse betalingsbalans een overschot vertoont dan zal, voor zover dit overschot gefinancierd wordt door een daling van de dollartegoeden van de niet-ingezetenen, de potentiële omvang van de Eurodollarmarkt moeten dalen.

Er zijn verschillende fundamentele bezwaren aan te voeren tegen de theorie waarop de opvattingen van Christie, Daloz, Isralson en Gans waarschijnlijk zijn gebaseerd. Allereerst veronderstellen zij dat de dollartegoeden in handen van niet-ingezetenen van de V.S. het gevolg zijn van de U.S. betalingsbalanstekorten, dus een accomoderend karakter dragen. Deze opvatting is echter niet te handhaven met betrekking tot het niet-officiële buitenlandse dollarbezit. Een toename van de kortlopende verplichtingen van U.S. ingezetenen aan het buitenland is niet noodzakelijkerwijze een indicatie voor het bestaan van tekorten op de U.S. betalingsbalans, noch op de B.L.B. noch op de B.O.R.T.B., evenmin als een constant buitenlands dollarbezit een aanwijzing is voor een evenwicht op de Amerikaanse betalingsbalans. De B.L.B. is in evenwicht indien de som van de mutaties van het buitenlandse officiële en het niet-officiële dollarbezit en de U.S. reserves nul is,³⁶⁾ Is er evenwicht op de B.L.B., dan gaat een toename (daling) van het totale buitenlandse dollarbezit gepaard met een toename (daling) van de officiële U.S. reserves. Bij een tekort op de B.L.B. zal het buitenlandse dollarbezit stijgen (dalen) indien de daling in de officiële U.S. reserves geringer (groter) is dan de omvang van het tekort, terwijl bij een overschot op de B.L.B. de kortlopende verplichtingen van de U.S.A. aan het buitenland zullen stijgen (dalen), als de toename van de U.S. reserves groter (geringer) is dan het betalingsbalans-surplus. In elk van de gegeven casusposities kunnen de buitenlandse niet-officiële dollartegoeden dalen, constant blijven, dan wel stijgen. De opvatting dat de B.L.B. bepalend is voor

36) Hierbij is afgezien van de reservemutaties in de V.S. als gevolg van andere oorzaken dan betalingsbalansonevenwichtigheden.

het buitenlandse dollarbezit kunnen we dan ook niet onderschrijven, met name niet voor zover dit betrekking heeft op de niet-officiële buitenlandse dollartegoeden.

Een ander bezwaar tegen de opvattingen van Christie, Daloz, Isralson en Gans is het feit dat zij geen rekening houden met de mogelijkheid dat ook ingezetenen van de V.S. Eurodollardeposito's kunnen vormen. Men kan zich hypothetisch een situatie voorstellen waarbij, uitgaande van evenwicht op de B.L.B., de groei van de Eurodollarmarkt geheel voor rekening komt van de U.S. ingezetenen en het Eurobankwezen alléén dollarkredieten verstrekt aan U.S. ingezetenen niet-banken of kredieten voor de financiering van importen uit de V.S. Afgezien van een mogelijke reservebinding bij het Eurobankwezen, in de vorm van tegoeden bij het Amerikaanse bankwezen, blijven de buitenlandse dollartegoeden dan per saldo op een constant niveau. Een directe grens voor de groei van de Eurodollarmarkt is dan niet aanwezig.

Het Eurodollarsysteem kan volstaan met een, in vergelijking met de omvang van de Eurodollardeposito's, relatief geringe omvang van de tegoeden in de V.S..³⁷⁾ De totale omvang van het niet-officiële buitenlandse dollarbezit op een gegeven moment is echter in geen enkel opzicht een beperkende factor voor de omvang van de Eurodollardeposito's. Bovendien is het onjuist om aan het niet-officiële buitenlandse dollarbezit een accomoderend karakter toe te kennen, dus te beschouwen als een gevolg van de Amerikaanse betalingsbalanstekorten. Uitgaande van een zekere vrijheid voor het internationale kortlopende kapitaalverkeer, zijn er immers geen betalingsbalanstekorten noodzakelijk voor het ontstaan van de niet-officiële dollartegoeden in handen van het buitenland.

Tenslotte veronderstellen de eerder genoemde auteurs ten onrechte, dat het saldo op de B.L.B. onafhankelijk is van de Eurodollarmarkt. Het is immers denkbaar dat dit saldo mede

37) In de volgende paragraaf zal worden aangegeven op welke wijze er een verband tussen de Eurodollarmarkt en de niet-officiële buitenlandse dollartegoeden te construeren valt.

wordt beïnvloed door de Eurodollarmarkt. Indien ingezetenen van de V.S., gemotiveerd door relatief hoge rentestanden, Eurodollardeposito's vormen en het Eurobankwezen met de aldus verworven middelen kredieten verleend, dan is de invloed op de B.L.B. geheel afhankelijk van het gedragspatroon der kredietnemers. In de veronderstelling dat zonder de bedoelde U.S. kapitaalexport de B.L.B. in evenwicht is, resulteert een tekort op de U.S. betalingsbalans, voor zover de kredietnemers van het Eurobankwezen geen bestedingen doen in de V.S. De causaliteit wordt echter geweld aangedaan indien er dan gesteld wordt, dat dit tekort een noodzakelijke voorwaarde vormt voor de groei van de Eurodollarmarkt. Het ligt dan meer voor de hand om te concluderen dat de rentestand op de Eurodollarmarkt de oorzaak is van een U.S. kapitaalexport, die een tekort op de B.L.B. veroorzaakt.

3. De invloed van de Eurodollarmarkt op de Amerikaanse betalingsbalans.

3.1. *De Eurodollarmarkt en het niet-officiële buitenlandse dollarbezit.*

In de vorige paragraaf werd geconcludeerd dat er geen directe relatie bestaat tussen de U.S. betalingstekorten enerzijds en de Eurodollarmarkt anderzijds. De eersten vormen noch een oorzaak, noch een voorwaarde voor het bestaan, noch een beperkende factor voor de omvang van de Eurodollarmarkt. De vraag doet zich voor of er sprake is van een beïnvloeding van de Amerikaanse betalingsbalans door de Eurodollarmarkt. In de literatuur wordt deze invloed algemeen erkend, zij het dat, op een enkele uitzondering na, de uitspraken van globale en/of partiële aard zijn. Vaak wordt volstaan met de constatering dat het door het bestaan van de Eurodollarmarkt, voor buitenlandse niet-officiële dollarbezitters minder aantrekkelijk is om hun dollartegoeden te converteren in andere valuta's. Hierdoor zou het officiële dollarbezit een geringere omvang hebben dan zonder de Eurodollarmarkt het geval zou zijn.

Aldus zou de laatstgenoemde markt een bijdrage hebben geleverd tot een beperking van de tekorten op de B.O.R.T.B.

Tevens zou hierdoor de druk op de officiële U.S. reserves verminderd zijn. Een dergelijke visie komt naar voren bij Reiersen. De genoemde auteur is van mening dat het bestaan van een externe depositomarkt voor dollars heeft verhinderd dat buitenlandse particuliere dollarbezitters een gedeelte van hun tegoeden hebben overgeheveld naar de monetaire autoriteiten.

"Without the attraction of this market, foreigners presumably would have sought to withdraw some of their deposits from the United States and convert them in local currency. The result would in all probability have been an even larger outflow of gold from this country and a further deterioration in American liquidity internationally. To the extent, therefore, that the Eurodollar-market has given foreigners an incentive to retain balances in the United States, the consequences for this country have assuredly been favorable".³⁸⁾ Ook Christie

is van mening dat bij het niet bestaan van de Eurodollarmarkt de omvang van het officiële dollarbezit omvangrijker zou zijn.

"There is no doubt but that high interest rates in the Euro-dollar market have caused private non-residents of the U.S. to hold bigger dollar balances than they otherwise would have done. This must have lessened the flow of dollars to official monetary institutions which could have exchanged them for gold;...:³⁹⁾ En in dezelfde geest stelt ook Altman dat de Eurodollarmarkt de positie van de dollar heeft verbeterd:

"...official and non-official holders of dollars have been able to earn higher rates of return in the Eurodollar-market than in the United States; and to the extent that their total holdings are responsive to higher rates of interest they perhaps hold more dollars than they would if there were no Euro-dollar market. And it is obvious that when more dollars are used in international trade and financing fewer dollars are converted into gold".⁴⁰⁾

38) Reiersen, blz. 19

39) Christie, blz. 62.

40) Altman, blz. 12.

Tenslotte is ook Schäfer van mening dat de B.O.R.T.B. gunstig is beïnvloed door het bestaan van de Eurodollarmarkt, en wel om de twee redenen, die in het onderstaande citaat naar voren komen: "Wie bereits gezeigt wurde treten Zentralbanken auf dem Euro-dollarmarkt grundsätzlich nur als Kreditgeber, nicht aber als Kreditnehmer auf. Damit verbleiben für unsere Überlegungen nur die den Zahlungsbilanzsaldo positiv berührenden Dollaranlagen von Zentralbanken auf dem Euro-Dollarmarkt. Diese stellen einen beträchtlichen Anteil der auf dem Euro-Dollarmarkt gehandelten Dollar. Der Zahlungsbilanzsaldo hat sich mithin durch die Existenz des Euro-Dollarmarktes verbessert. Berücksichtigt man ferner, dass auf dem Euro-Dollarmarkt Dollar gehandelt werden, die ohne die Existenz des Marktes in den Zentralbanksektor gelangt wären, dass also eine Verlagerung von offiziellen Dollarreserven auf privaten Stellen vonstatten gegangen ist, so ist ausserdem eine indirekte Verbesserung der Zahlungsbilanz dadurch erfolgt, dass die Verbindlichkeiten der amerikanischen Geschäftsbanken gegenüber ausländischen Währungsbehörden nicht in dem Masse zugenommen haben, wie es ohne den Euro-Dollarmarkt der Fall gewesen wäre".⁴¹⁾

In de visies van de genoemde auteurs is de invloed van de Eurodollarmarkt op de B.O.R.T.B. positief. Voordat we deze opvatting zullen becritiseren, zullen we aangeven op welke wijze de B.L.B. door de Eurodollarmarkt kan worden beïnvloed.

Als U.S. ingezetenen Eurodollardeposito's vormen, leidt dit tot een groter tekort (ofwel een geringer overschot) op de B.L.B., gezien de hieruit resulterende toename van de liquide verplichtingen van de V.S. ten opzichte van niet-ingezetenen. Indien U.S. ingezetenen niet-banken kredieten opnemen leidt dit tot een verbetering van de betalingsbalans, terwijl een kredietopname door Amerikaanse banken bij het Eurobankwezen geen invloed heeft op de B.L.B. De omvang van de niet-officiële

41) Schäfer, blz. 79.

liquide tegoeden in handen van het buitenland blijft hierdoor immers constant in de B.L.B. conceptie.⁴²⁾ Uit het voorgaande kan men echter niet concluderen dat de gecumuleerde tekorten (overschotten) op de B.L.B. vergroot (verkleind) zijn met het bedrag, waarmee de Eurodollardeposito's in handen van de U.S. ingezetenen, de opgenomen kredieten door U.S. niet-bancaire ingezetenen bij Eurobanken, overtreffen. Het is immers denkbaar dat ook zonder het bestaan van de Eurodollarmarkt U.S. ingezetenen middelen op de buitenlandse geldmarkten zouden beleggen. Het is verder ook mogelijk dat bij afwezigheid van de Eurodollarmarkt het U.S. bankwezen kredieten zou verstrekken aan niet-ingezetenen, die thans echter krediet opnemen bij de Eurobanken. Aldus kan de Eurodollarmarkt een bepaalde vorm van kortlopende U.S. kapitaalexporten bevorderen maar tegelijkertijd andere vormen afremmen.⁴³⁾ In welke mate het een en ander relevant is, is echter niet te bepalen. Daarmee is het echter ook moeilijker om de invloed van de Eurodollarmarkt op de B.L.B. aan te geven, zowel in kwalitatief als in kwantitatief opzicht.

De gunstige invloed op de B.O.R.T.B., die door de in het begin van deze subparagraaf genoemde auteurs aan de Eurodollarmarkt werd toegekend, kunnen we niet zonder meer onderschrijven. Ons grootste bezwaar tegen hun opvattingen is het feit dat de bedoelde auteurs slechts één facet benadrukken, namelijk de invloed van de vorming van Eurodollardeposito's door monetaire autoriteiten enerzijds (waardoor de U.S. verplichtingen aan deze autoriteiten dalen), en de vorming van Eurodollardeposito's met U.S. dollars, die, bij het niet bestaan van de Eurodollarmarkt, zouden zijn afgevloeid naar de officiële reserves, anderzijds. Wat echter na de vorming van deze Eurodollardeposito's gebeurt met de door het Eurobankwezen verworven dollars komt niet meer ter sprake. Daarmee veronderstellen genoemde auteurs, geheel ten onrechte, dat de U.S. dollars die in het bezit komen van de Eurobanken niet meer zullen of kunnen afvloeien naar de monetaire reserves van de centrale banken buiten de V.S. De Eurobanken, of hun

42) In het verleden is de kredietverlening door de Eurobanken aan de niet-bancaire ingezetenen van de V.S. overigens van geringe betekenis geweest. Verder zijn de U.S. banken in het verleden niet in de mogelijkheid geweest om Eurodollardeposito's aan te houden.

43) Zie hiervoor o.a. Klopstock blz. 14.

kredietnemers, dan wel degenen die uiteindelijk de dollars in betaling ontvangen, zijn immers in staat de dollars om te wisselen in binnenlandse valuta, waardoor de dollarreserves van de monetaire autoriteiten kunnen stijgen. Deze mogelijkheden blijven echter bij Reiersen, Christie, Altman en Schäfer geheel buiten beschouwing.

Een in theoretisch opzicht meer bevredigende benadering van de invloed van de Eurodollarmarkt op de U.S. betalingsbalans wordt gegeven door Swoboda. In zijn analyse onderscheidt Swoboda twee categorieën Eurodollars, namelijk Eurodollardeposito's die een substituut vormen voor U.S. geldmarktbeleggingen en deposito's die gevormd zijn na aankoop van dollars met andere valuta.⁴⁴⁾ De eerstgenoemde categorie Eurodollars heeft een negatieve invloed op de Amerikaanse betalingsbalans. Dollarbezitters stoten hun beleggingen in de V.S. immers af en vervangen deze door dollartegoeden bij algemene banken buiten de V.S. Ten aanzien van de kredieten onderscheidt Swoboda de kredieten, die bij het Eurobankwezen worden opgenomen in plaats van bij het Amerikaanse bankwezen, en verder de overige kredieten.⁴⁵⁾ De eerstgenoemde categorie kredieten heeft een positieve invloed op de Amerikaanse betalingsbalans omdat hierdoor een kapitaalexport vanuit de V.S. wordt voorkómen. Onder de veronderstelling dat de door het Eurobankwezen overgedragen dollars aan de kredietnemers, uiteindelijk volledig afvloeien naar de monetaire autoriteiten buiten de V.S., resulteert er een positieve invloed op de Amerikaanse betalingsbalans, indien de kapitaalexport, die door het bestaan van de Eurodollarmarkt wordt voorkomen, groter is dan de door de Eurodollarmarkt opgeroepen kapitaalexport vanwege de vorming van de Eurodollardeposito's.⁴⁶⁾ In het omgekeerde geval zal de invloed van de Eurodollarmarkt op de Amerikaanse betalingsbalans uiteraard negatief zijn. Door het bestaan van de Eurodollarmarkt zal er dan immers, per saldo, een toename van het officiële dollarbezit resulteren, omdat de monetaire

44) Swoboda, *The Euro-Dollar Market: an Interpretation*, 1968, blz. 24.

45) Swoboda, blz. 24.

46) Swoboda, blz. 25;

autoriteiten buiten de V.S. dan gedwongen zijn het additionele dollaraanbod op de valutamarkten over te nemen.⁴⁷⁾ In zijn analyse gaat Swoboda blijkbaar uit van de invloed van de Eurodollarmarkt op de B.O.R.T.B., gezien het feit dat hij zowel bij de houders van de Eurodollardeposito's als bij de kredietnemers van het Eurobankwezen geen onderscheid aanbrengt in ingezetenen en niet-ingezetenen van de V.S.. Verder houdt Swoboda (overigens bewust) geen rekening met de door het bestaan van de Eurodollarmarkt gecreëerde vraag naar U.S. dollars bij Eurobanken (als kasreserve tegenover hun dollarverplichtingen) en bij hun kredietnemers (voor de terugbetaling van de opgenomen kredieten).

Naar onze mening is de analyse van Swoboda een geschikt uitgangspunt om de relaties tussen de Eurodollarmarkt enerzijds en de B.L.B. en de B.O.R.T.B. anderzijds aan te geven. In principe komt de benadering van Swoboda erop neer dat, met betrekking tot de B.O.R.T.B., wordt nagegaan in hoeverre de Eurodollarmarkt het niet-officiële buitenlandse dollarbezit beïnvloedt. Indien de Eurodollarmarkt het bedoelde buitenlandse dollarbezit vergroot dan leidt dit tot een verbetering van de B.O.R.T.B. De additionele particuliere vraag naar dollars in het buitenland zal dan immers leiden tot een daling van de officiële dollarreserves. Indien echter de Eurodollarmarkt de oorzaak is van een geringere vraag naar dollars door particulieren in de buitenwereld, dan zal dit gepaard gaan met een tekort op de B.O.R.T.B., omdat de Eurodollarmarkt dan verantwoordelijk is voor een vergroting van de officiële dollarreserves en/of voor een daling in de reserve-omvang in de V.S. Om de invloed op de B.L.B. aan te geven moet dan verder nog rekening worden gehouden met de Eurodollardeposito's die in handen zijn van de U.S.-ingezetenen enerzijds en de mogelijke kredietverlening van de Eurobanken aan de niet-banken in de V.S. anderzijds. De eerstgenoemde post is immers een kapitaalexport, terwijl de laatstgenoemde als een kapitaalimport wordt beschouwd in de B.L.B.

47) Uiteraard is hierbij uitgegaan van een systeem van vaste wisselkoersen.

Bij onze analyse van de invloed van de Eurodollarmarkt op de Amerikaanse betalingsbalans zal in navolging van Swoboda nagegaan worden, welke invloed de Eurodollarmarkt uitoefent op het niet-officiële buitenlandse dollar-bezit, waarna tevens kan worden aangegeven welke invloed de Eurodollarmarkt heeft op het buitenlandse officiële dollar-bezit. Daarbij zal worden uitgegaan van de onderstaande supposities.

- a) We veronderstellen dat zonder het bestaan van de Eurodollarmarkt de B.L.B. en de B.O.R.T.B. in evenwicht zouden zijn.
- b) We gaan er verder van uit dat voor de kredietnemers bij het Eurobankwezen geen krediet beschikbaar zou zijn bij het Amerikaanse bankwezen, indien de Eurodollarmarkt niet zou bestaan.
- c) Daarnaast veronderstellen we dat de Eurodollarmarkt geen invloed uitoefent op de lopende rekening van de betalingsbalans van de Verenigde Staten.

In een later stadium van onze studie zullen we aangeven in hoeverre, bij gewijzigde veronderstellingen, de conclusies met betrekking tot de invloed van de Eurodollarmarkt op de Amerikaanse betalingsbalans, een verandering ondergaan.

In hoofdstuk II hebben we de Eurodollardeposito's gerubriceerd in verschillende groepen, die afhankelijk van de financieringsbronnen zijn aangeduid met de symbolen X, T en Z. Om de invloed van deze deposito's op de Amerikaanse betalingsbalans aan te geven moeten de deposito's, die onder de categorie X vallen, onderscheiden worden in de onderstaande subcategorieën, gezien hun verschillende betekenis voor de Amerikaanse betalingsbalans:

- a) Eurodollardeposito's in handen van U.S.-ingezetenen (X_{us})
- b) Eurodollardeposito's in handen van monetaire autoriteiten (X_{ma})
- c) de overige Eurodollardeposito's, die onder de categorie X vallen (X_{ov}) .

Ten aanzien van de Eurodollardeposito's die we in hoofdstuk II onder T en Z hebben geclassificeerd is, zoals nog zal blijken, een verdere indeling niet noodzakelijk. Op basis van de aldus

weergegeven passiva-structuur van het Eurobankwezen kan de invloed, die hiervan uitgaat op de Amerikaanse betalingsbalans, via het aanbod van dollars op de valutamarkten buiten de V.S., worden aangegeven. Ook de activa-structuur van het Eurobankwezen echter heeft een invloed op de omvang van het niet-officiële buitenlandse dollarbezit. Het is met name Stem die deze relatie uitvoerig analyseert. Hiertoe maakt Stem gebruik van de in de onderstaande balans gegeven indeling van de activaposten van het Eurobankwezen.⁴⁸⁾ In de betreffende balans is daarnaast de passivastructuur van het Eurobankwezen opgenomen, zoals wij die eerder hebben aangegeven.

activa	Balansstructuur van het Eurobankwezen	passiva
1) Tegoeden in de V.S.:		1) Eurodollardeposito's aangehouden door:
a) deposito's bij U.S. banken		a) ingezetenen van de V.S. X_{us}
b) andere kortlopende beleggingen in de V.S..		b) monetaire autoriteiten X_{ma}
2) Kredieten aan U.S. ingezetenen:		c) overige X_{ov}
a) banken		
b) niet-banken		2) Eurodollardeposito's aangehouden door banken buiten de V.S. Z
3) Kredieten aan niet-ingezetenen van de V.S.:		3) Eurodollardeposito's aangehouden door niet-banken buiten de V.S. T
a) ter financiering van transacties met U.S. ingezetenen		
b) ter financiering van transacties met derden		
4) Tegoeden in binnenlandse valuta als gevolg van de omzetting van dollars door Eurobanken		
Totaal	$X + T + Z$	Totaal $X + T + Z$

48) Stem, blz. 304.

Een gedeelte van de verschillende activa posten vindt voortdurend een weerspiegeling in niet-officiële buitenlandse dollartegoeden. Allereerst geldt dit voor post 1). Deze post vertegenwoordigt o.a. de kasreserve voor het Eurobankwezen, waaraan geen behoefte zou zijn bij het niet bestaan van de Eurodollarmarkt. Met andere woorden, de Eurodollarmarkt genereert een vraag naar U.S. dollars door het Eurobankwezen tot een bedrag dat uit liquiditeitsoogpunt noodzakelijk of gewenst wordt geacht. De kasreserves van het Eurobankwezen komen in de U.S. statistieken voor het zelfde bedrag naar voren als niet-officiële buitenlandse dollartegoeden, of zoals Stem formuleert: "The linkage is one-for-one; i.e. each dollar of Eurodollar asset Item 1 shows up as a dollar in its related U.S. balance of payments account".⁴⁹⁾ Aangezien post 2b) in kwantitatief opzicht van geringe betekenis is, beperkt Stem zich tot het aangeven van de invloed van post 2a). Hiervoor geldt hetzelfde als voor post 1). Voor zover de Eurobanken kredieten verlenen aan Amerikaanse banken, komen deze voor hetzelfde bedrag naar voren onder het niet-officiële buitenlandse dollarbezit in de U.S. betalingsbalans. De activa onder 3) vinden echter slechts voor een relatief gering gedeelte een weerspiegeling in het niet-officiële buitenlandse dollarbezit, zoals uit het volgende citaat blijkt: "At any given moment the volume of Eurodollar loans to U.S. non residents will have a counterpart in foreign dollar balances that is some fraction of its total. If we could take a cross-section of transactions for an instant of time, we could observe that some Eurodollar loan recipients have in their accounts in the United States dollar balances which they have just received and which are waiting disbursements, as well as dollars awaiting repayment of maturing Eurodollar loans. The transactions requirements of Eurodollar loan recipients for dollar balances in the United States associated only with their Eurodollar loans means that some fraction of total loan volume at any given moment in time is reflected in foreign dollar balances in the United States".⁵⁰⁾

49) Stem, blz. 309

50) Stem, blz. 311 en 312.

De onderverdeling van de debet post onder 3) in twee subcategorieën wordt door Stem gemotiveerd met het feit dat het niet-officiële buitenlandse dollarbezit, als gevolg van de verleende kredieten ter financiering van transacties met U.S. ingezetenen, relatief geringer is dan bij de debet post onder 3b) het geval is.⁵¹⁾ Zodra immers de kredietnemers in de categorie 3a) beschikken over de dollartegoeden verdwijnen deze tegoeden uit het niet-officiële buitenlandse dollarbezit. De beschikking over een dollarkrediet door een kredietnemer uit de categorie 3b) heeft als zodanig geen directe invloed op de omvang van het niet-officiële buitenlandse dollarbezit. Dit betekent dat, voor zover "...dollars lent by Eurobanks are used among U.S. non-residents for payments purposes, a larger proportion of the loan volume outstanding is reflected in foreign dollar balances in the United States".⁵²⁾ De door Stem (overigens willekeurige) geschatte verbindingscoëfficiënt met het niet-officieel dollarbezit is 0,1 voor de post 3a) en 0,2 voor post 3b).⁵³⁾ Dit betekent dus dat 10% van de door het Eurobankwezen verleende kredieten onder 3a) naar voren komt als niet-officieel buitenlands dollarbezit. Voor de verleende kredieten onder de groep 3b) is dit percentage gelijk aan 20. Zou het Eurobankwezen niet bestaan, dan zouden de bedoelde activaposten evenmin kunnen bestaan, en zou het niet-officiële buitenlandse dollarbezit, dat verbonden is met deze activaposten op de balans van het Eurobankwezen, evenmin denkbaar zijn. Tussen de debetpost 4) en het niet-officieel buitenlands dollarbezit valt geen directe relatie te onderkennen. Deze post genereert immers geen vraag naar U.S. dollars bij de niet-officiële niet-ingezetenen van de V.S., zoals bij de overige posten wel het geval is.

51) Stem. blz. 313,

52) Stem, blz. 313.

53) Stem, blz. 316.

Bij een gegeven activa-structuur van het Eurobankwezen kan op basis van het voorgaande de gemiddelde "Eurodollarcoëfficiënt van het buitenlandse niet-officiële dollarbezit" worden bepaald.⁵⁴⁾ Deze geeft aan voor welk gedeelte de activazijde van het Eurobankwezen een weerspiegeling vindt in het niet-officiële buitenlandse dollarbezit. De bedoelde dollartegoeden zijn dus specifiek het gevolg van het bestaan van de Eurodollarmarkt. De waarde van de gemiddelde Eurodollarcoëfficiënt is gelijk aan het gewogen rekenkundig gemiddelde van de Eurodollarcoëfficiënten die bij de individuele activa posten behoren, waarbij het aandeel van deze posten in de totale activawaarde als wegingsfactor fungeert. De maximale waarde van de gemiddelde Eurodollarcoëfficiënt is 1, en deze wordt bereikt indien bijvoorbeeld het Eurobankwezen alleen kredieten verstrekt aan Amerikaanse banken. De totale waarde van de Eurodollar activa komt dan in de Amerikaanse betalingsbalans naar voren als niet-officieel buitenlands dollarbezit. De minimale waarde van de bedoelde coëfficiënt is nul en deze is relevant indien het Eurobankwezen geen tegoeden aanhoudt in de V.S. en bijvoorbeeld alle ontvangen dollars omzet in binnenlandse valuta. Een wijziging in de samenstelling van de verschillende activaposten op de balans van het Eurobankwezen zal waarschijnlijk eveneens gepaard gaan met een verandering in de waarde van de gemiddelde Eurodollarcoëfficiënt van het niet-officiële buitenlandse dollarbezit, gezien het feit dat de Eurodollarcoëfficiënt voor de meeste individuele activa-posten een andere waarde bezit. Indien we de gemiddelde Eurodollarcoëfficiënt aangeven met het symbool m , dan genereert de activazijde van de balans van het Eurobankwezen, bij een omvang van de Eurodollardeposito's van $X + T + Z$, een vraag naar dollars door het buitenland ter grootte van $m(X + T + Z)$. Uit dien hoofde zal de B.O.R.T.B. dan ook verbeteren met $m(X+T+Z)$ omdat de monetaire autoriteiten buiten de V.S. aan de aldus gecreëerde vraag naar dollars zullen moeten voldoen bij een systeem van vaste wisselkoersen.

54) Stem, blz. 314 tot en met 317.

Tenslotte dient nog de invloed van de passiva-zijde van de balans van het Eurobankwezen te worden aangegeven. De X_{us} -deposito's resulteren in een tekort op de B.L.B. en in een additioneel aanbod van dollars buiten de V.S. Dit impliceert dus ook een negatieve invloed op de B.O.R.T.B. ter grootte van X_{us} . De Eurodollardeposito's in handen van de monetaire autoriteiten zijn van geen invloed voor de B.L.B. en evenmin voor de B.O.R.T.B. Na de vorming van deze Eurodollardeposito's zullen immers de aan de Eurobanken overgedragen dollars weer terugstromen naar de centrale banken. De Eurodollardeposito's die bij het Eurobankwezen onder X_{ov} zijn aangegeven, hebben geen invloed op de B.L.B., gezien het feit dat zij, alvorens te worden gevormd, reeds waren opgenomen in het niet-officiële buitenlandse dollarbezit. Daarentegen hebben de bedoelde deposito's wel een invloed op de B.O.R.T.B. omdat zij resulteren in een additioneel aanbod van dollars op de valutamarkten buiten de V.S. De Eurodollarsdeposito's die onder de categorieën T en Z gerubriceerd zijn, hebben geen invloed op de B.L.B. en/of op de B.O.R.T.B., gezien het feit dat zij substituten vormen voor deposito's., respectievelijk voor geldmarktbeleggingen in een andere valuta dan de U.S. dollar.

Terwille van de inzichtelijkheid hebben we tabel III.1. opgesteld, waarin de invloed van de activa-zijde en van de passiva-zijde van de balans van het Eurobankwezen op de Amerikaanse betalingsbalans naar voren komt. Uit de tabel blijkt, dat de invloed van de Eurodollarmarkt op de B.L.B. negatief is, in die zin dat de Eurodollarmarkt oorzaak is voor tekorten op bedoelde betalingsbalans en wel voor het bedrag dat door ingezetenen van de V.S. op de Eurodollarmarkt is belegd. Daarentegen blijkt het niet mogelijk om zonder meer een uitspraak te doen omtrent de invloed van de Eurodollarmarkt op de B.O.R.T.B. Indien $X_{us} + X_{ov} > m(X+T+Z)$ is de invloed van de Eurodollarmarkt op de B.O.R.T.B. negatief. Het door de Eurodollarmarkt opgewekte aanbod van dollars op de valutamarkten buiten de V.S. is dan immers groter dan de door de Eurodollarmarkt gecreëerde vraag van niet-officiële zijde buiten de V.S., waardoor de officiële dollarreserves een stijging

moeten vertonen. Indien $X_{us} + X_{ov} = m(X+T+Z)$ dan heeft de Eurodollarmarkt geen invloed op de B.O.R.T.B. terwijl de B.O.R.T.B. positief beïnvloed is als $X_{us} + X_{ov} < m(X+T+Z)$.

Tabel III.1. De invloed van de Eurodollarmarkt op de Amerikaanse betalingsbalans

Categorie Eurodollars	Invloed op de niet-officiële buitenlandse vraag naar U.S.dollars blijkens de activastructuur van het Eurobankwezen (stijging +)	Invloed op het niet-officiële buitenlandse aanbod van U.S.dollars blijkens de passivastructuur van het Eurobankwezen (stijging +)	Invloed op de B.L.B. (tekort -)	Invloed op de B.O.R.T.B. (tekort -)	
				blijkens de activastructuur van het Eurobankwezen	blijkens de passivastructuur van het Eurobankwezen
X_{us}	$+ mX_{us}$	$+ X_{us}$	$-X_{us}$	$+mX_{us}$	$-X_{us}$
X_{ma}	$+ mX_{ma}$	nihil	nihil	$+mX_{ma}$	nihil
X_{ov}	$+ mX_{ov}$	$+ X_{ov}$	nihil	$+mX_{ov}$	$-X_{ov}$
T	$+ mT$	nihil	nihil	$+ mT$	nihil
Z	$+ mZ$	nihil	nihil	$+ mZ$	nihil

3.2. Een globale kwantitatieve benadering van de invloed van de Eurodollarmarkt op de Amerikaanse betalingsbalans.

Uit de vorige subparagraaf blijkt welke gegevens we nodig hebben om de invloed van de Eurodollarmarkt op de U.S. betalingsbalans te kwantificeren namelijk de omvang van de relevante depositocategorieën op de Eurodollarmarkt ende waarde van de gemiddelde Eurodollarcoëfficiënt. In hoofdstuk II hebben we reeds gezien dat de problemen die zich voordoen bij de bepaling van de omvang en de samenstelling van de verschillende depositocategorieën bijzonder groot zijn.⁵⁵⁾

55) zie blz. 116 e.v.

Als basis voor de berekening van de kwantitatieve invloed van de Eurodollarmarkt op de Amerikaanse betalingsbalans zullen we een deel van het cijfermateriaal uit tabel I.12 en tabel II.2. gebruiken . De daaraan ten grondslag liggende imperfecties en veronderstellingen blijven hier dus volledig aanwezig. Ten aanzien van de door de Eurodollarmarkt opgewekte vraag naar U.S. dollars zullen we veronderstellen dat deze gelijk is aan de vorderingen van de Eurobanken op de V.S. in tabel I.12. We abstraheren hierbij dus van de door de Eurodollarmarkt veroorzaakte vraag naar U.S. dollars bij de niet-Amerikaanse kredietnemers bij het Eurobankwezen. De waarde van de Eurodollarscoëfficiënt m is derhalve gelijk aan de vorderingen van het Eurobankwezen op de V.S. gedeeld door de netto-omvang van de Eurodollardeposito's. Beide grootheden zijn gegeven in tabel I.12. In tabel II.2. is de mogelijke minimale en de maximale omvang van de X -deposito's aangegeven en tevens de omvang van de Eurodollardeposito's die in handen zijn van U.S.-ingezetenen (X_{us}) en in de handen van de monetaire autoriteiten in de wereld (X_{ma}).

Derhalve is tevens de minimale en de maximale omvang van de X_{ov} -deposito's te bepalen. De laagst denkbare waarde voor X_{ov} is nul, terwijl de maximale waarde van X_{ov} gelijk is aan de maximale waarde van X minus de minimum waarde van X in tabel II.2. Op basis van deze gegevens is de invloed van de Eurodollarmarkt op de Amerikaanse betalingsbalans bij de verschillende extreme waarden voor X_{ov} over de periode 1964 tot en met 1971 weergegeven in tabel III.2. Omdat ten aanzien van de omvang van de door de Eurodollarmarkt opgeroepen vraag naar U.S. dollars verondersteld is, dat deze gelijk is aan de vorderingen van de Eurobanken op de V.S., die in tabel I.12. zijn gegeven, kan de weergave van de Eurodollarcoëfficiënten in tabel III.2. achterwege blijven.

Noten bij tabel III.2.

1) Zie tabel II.2, blz.120, 2) Zie tabel I.12., blz.58

3) X_{us} , 4) $X_{us} + X_{max} - X_{min}$., 5) $-X_{us}$, 6) vorderingen van het Eurobankwezen op de V.S. - X_{us} ., 7) vorderingen van het Eurobankwezen op de V.S. - ($X_{max} - X_{ma}$) .

Tabel III.2. De invloed van de Eurodollarmarkt op de U.S. betalingsbalans (in miljarden U.S.-dollars).

Jaar	Categorie Eurodollars	Omvang 1)	Vorderingen van het Eurobankwezen op US ingezetenen 2)	Invloed Eurodollars op aanbod van dollars buiten de V.S. bij		Invloed van de Eurodollarmarkt op de					
				X _{min} 3)	X _{max} 4)	B.L.B. (tekort -)		B.O.R.T.B. bij X _{min} , (tekort -)		B.O.R.T.B. bij X _{max} , (tekort -)	
						cumulatief 5)	op jaar basis	cumulatief 6)	op jaar basis	cumulatief 7)	op jaar basis
1964	X _{us} X _{ma} X _{min} X _{max} X+T+Z	1,5 1,3 2,8 5,1 9,0	2,2	1,5	3,8	-1,5	-	+ 0,7	-	- 1,6	-
1965	X _{us} X _{ma} X _{min} X _{max} X+T+Z	1,3 1,4 2,7 5,4 11,5	2,7	1,3	4,0	-1,3	+0,2	+ 1,4	+0,7	-1,3	+0,3
1966	X _{us} X _{ma} X _{min} X _{max} X+T+Z	1,1 2,0 3,1 7,1 14,5	4,4	1,1	5,1	-1,1	+0,2	+ 3,3	+1,9	-0,7	+0,6
1967	X _{us} X _{ma} X _{min} X _{max} X+T+Z	1,7 2,4 4,1 8,9 17,5	5,2	1,7	6,5	-1,7	-0,6	+ 3,5	+0,2	-1,3	-0,6
1968	X _{us} X _{ma} X _{min} X _{max} X+T+Z	3,2 3,6 6,8 13,6 25,0	9,5	3,2	10,0	-3,2	-1,5	+ 6,3	+2,8	-0,5	+0,8
1969	X _{us} X _{ma} X _{min} X _{max} X+T+Z	3,8 4,3 8,1 20,9 37,5	16,5	3,8	16,6	-3,8	-0,6	+12,7	+6,4	-0,1	+0,4
1970	X _{us} X _{ma} X _{min} X _{max} X+T+Z	4,2 9,2 13,4 29,1 46,0	12,7	4,2	19,9	-4,2	-0,4	+8,5	-4,2	-7,2	-7,1
1971	X _{us} X _{ma} X _{min} X _{max} X+T+Z	6,1 9,3 15,4 32,0 54,0	8,3	6,1	22,7	-6,1	-1,9	+2,2	-6,3	-14,4	-7,2

Uit tabel III.2. blijkt dat de B.L.B. door de Eurodollarmarkt in negatieve zin is beïnvloed. Daarentegen kan, afgezien van de imperfecties die aan het gebruikte cijfermateriaal ten grondslag liggen en rekening houdend met de gegeven veronderstellingen, de Eurodollarmarkt op de B.O.R.T.B. een positieve invloed hebben uitgeoefend en wel maximaal voor een bedrag van 2,2 miljard U.S. dollar op het einde van 1971. Het maximaal mogelijke gecumuleerde tekort op de B.O.R.T.B. als gevolg van de Eurodollarmarkt had op het einde van 1971 een omvang van 14,4 miljard U.S. dollars. De mogelijkheid dat de Eurodollarmarkt (mede) heeft geleid tot een verzwakking van de positie van de dollar is dan ook zeker niet uitgesloten.

Uiteraard zijn de conclusies omtrent de mogelijke kwantitatieve invloed van de Eurodollarmarkt op de U.S. betalingsbalans afhankelijk van het gebruikte cijfermateriaal en de gemaakte veronderstellingen. De beperkingen met betrekking tot de omvang en de indeling van de Eurodollardeposito's kwamen reeds eerder ter sprake in hoofdstuk II en kunnen hier dus achterwege blijven. Ten aanzien van de door de Eurodollarmarkt opgewekte vraag naar U.S. dollars is verondersteld dat deze gelijk is aan de vorderingen van het Eurobankwezen op U.S. ingezetenen. Enerzijds is dit een onderschatting omdat er geen rekening is gehouden met de vraag naar U.S. dollars door de debiteuren van het Eurobankwezen. Anderzijds echter is de aldus bepaalde omvang van de vraag naar dollars als gevolg van de Eurodollarmarkt te hoog. Het is immers niet aannemelijk dat het Europese bankwezen bij het niet bestaan van de Eurodollarmarkt geen tegoeden in de V.S. zou bezitten. Voor zover de feitelijke vraag naar U.S. dollars vanwege de activa structuur van het Eurobankwezen lager (hoger) is, dan de door ons veronderstelde vraag op het einde van het jaar 1971, is ook de negatieve (positieve) invloed op de B.O.R.T.B. groter dan uit de tabel III.2. blijkt op genoemd tijdstip.

Een andere belangrijke veronderstelling die we gebruikt hebben is de suppositie dat het Eurodollarkrediet geen

substituut vormt voor U.S. krediet, met andere woorden het bestaan van de Eurodollarmarkt heeft geen enkele invloed gehad op de omvang van de U.S. kredietverlening aan niet-ingezetenen. Volgens Klopstock en Mikesell is deze factor van een niet te verwaarlozen betekenis. In dit verband stelt de eerstgenoemde auteur het volgende: "On the other hand the existence of the market has served also to reduce capital flows from this country. Banks abroad, including the overseas branches of American banks, have been able to obtain sizeable resources in the market at a moment's notice, thereby materially reducing their own and their customers' demand for bank credit in the United States, a debit item in our balance of payments".⁵⁶⁾ Mikesell deelt de opvatting van Klopstock, zoals uit het volgende citaat moge blijken. "However, there is reason to believe the Eurodollarmarket has supplied dollar credits that would not have otherwise been available from sources outside the United States...".⁵⁷⁾ Voor zover de opvatting van genoemde auteurs juist is, is de mogelijke negatieve (positieve) invloed van de Eurodollarmarkt op de U.S. betalingsbalans in onze tabel III.2. overschat (onderschat). We zijn echter van mening dat aan de substitutiegedachte van Klopstock en Mikesell weinig relevantie toegekend kan worden. Tot en met 1967 immers, is de invloed van de Eurodollarmarkt op de U.S. betalingsbalans waarschijnlijk van relatief geringe betekenis. Dit betekent, naar onze mening, dat de restricties op de U.S. kapitaalexport, die dateren uit het midden der zestiger jaren, niet het resultaat zijn van de door de Eurodollarmarkt eventueel veroorzaakte U.S. betalingsbalanstekorten. Met andere woorden, ook zonder het bestaan van de Eurodollarmarkt zouden de bedoelde restricties toch zijn geïntroduceerd. De theoretische mogelijkheid dat Eurodollarkrediet een substituut vormt voor U.S. krediet, is dan ook in de praktijk

56) Klopstock, blz. 14.

57) Mikesell, blz. 89.

niet relevant.

Daarnaast hebben we geabstraheerd van een mogelijke invloed van de Eurodollarmarkt op de lopende rekening van de Amerikaanse betalingsbalans. Bernstein stelt in dit verband, dat zonder het bestaan van de Eurodollarmarkt "...U.S. imports would have remained much the same, as they are financed through bank credit in this country or through trade credit. It is conceivable, however, that with the impairment of the U.S. reserve position, other measures would have had to be taken to limit U.S. imports. On the other hand U.S. exports would have been somewhat less, as they are partly financed through borrowing of other countries in the Euro-dollar market".⁵⁸⁾ In deze opvatting is dus een verbetering van de lopende rekening van de U.S. betalingsbalans door het bestaan van de Eurodollarmarkt denkbaar. Tenslotte geeft Mayer nog een meer algemene factor aan waardoor de lopende rekening van de U.S. betalingsbalans mogelijk is beïnvloed door de Eurodollarmarkt. "The Euro-dollar market by accelerating conceivably the overall rate of growth of credit and world economic activity, might have some impact on the current-account balance if the marginal propensity of the United States to import from the rest of the world is relatively higher or lower than the marginal propensity of the rest of the world to import from the United States. But it is doubtful if this effect can have been of any appreciable importance".⁵⁹⁾

Uit het bovenstaande moge blijken dat het uitermate moeilijk is om een definitieve uitspraak te doen omtrent de feitelijke invloed van de Eurodollarmarkt op de Amerikaanse betalingsbalans. Door de beperkte aanwezigheid van cijfermateriaal, de problemen om de beschikbare statistieken te interpreteren en de noodzaak om uit te gaan van soms irreële veronderstellingen draagt elke uitspraak omtrent de feitelijke

58) E.M. Bernstein, Eurodollars: Capital Flows and the U.S. Balance of Payments, in: H.V. Prochnow, blz. 129.

59) Mayer, blz. 25.

invloed van de Eurodollarmarkt op de Amerikaanse betalingsbalans een sterk speculatief karakter.

3.3. *De Amerikaanse betalingsbalans, de Eurodollarmarkt en de omvang der internationale monetaire reserves.*

In de vorige subparagraaf is onder andere de mogelijke invloed van de Eurodollarmarkt op de B.O.R.T.B. van de V.S. aangegeven. Deze B.O.R.T.B. is van een fundamentele betekenis voor de omvang der internationale monetaire reserves.⁶⁰⁾ De internationale monetaire reserves in de wereld bestaan met name uit de volgende activa in handen van monetaire autoriteiten: goud, bijzondere trekkingsrechten bij het I.M.F., onvoorwaardelijke trekkingsrechten in de Algemene Rekening van het I.M.F. en valuta-reserves. De laatstgenoemde reserve-categorie bestaat voor het grootste gedeelte uit U.S. dollars, en voor een relatief gering deel uit ponden.

De tekorten op de B.O.R.T.B. van de V.S. kunnen op tweeërlei wijze gefinancierd worden, namelijk door een daling in de U.S. reserves, dan wel door een toename van de liquide verplichtingen van de V.S. tegenover de buitenlandse monetaire autoriteiten. Voor zover een tekort op de B.O.R.T.B. gepaard gaat met een daling van de monetaire reserves van de V.S., heeft dit geen invloed op de omvang van de officiële reserves in de wereld, maar resulteert alleen een andere verdeling van een gegeven hoeveelheid reserves. Daarentegen stijgt de omvang der internationale liquiditeiten als tekorten op de B.O.R.T.B. gefinancierd worden met een toename in de liquide verplichtingen van U.S. ingezetenen aan de buitenlandse centrale banken. In de vorige subparagraaf kwam naar voren dat de Eurodollarmarkt binnen de gegeven veronderstellingen mede een oorzaak is geweest voor de tekorten op de B.L.B. en waarschijnlijk eveneens voor de tekorten op de B.O.R.T.B. Voor zover dit laatste relevant is, kan men concluderen dat de Eurodollarmarkt tevens heeft geleid tot een

60) Hiermee worden bedoeld de liquide middelen in handen van monetaire autoriteiten, die kunnen dienen als financieringsmiddelen voor betalingsbalansonevenwichtigheden.

vergroting van de omvang der internationale reserves en wel voor een bedrag van maximaal 14,4 miljard dollar ultimo 1971 (volgens tabel III.2).

De Eurodollarmarkt heeft echter ook op een andere wijze de omvang der internationale liquiditeiten beïnvloed, namelijk door de Eurodollardeposito's in handen van centrale banken. Indien een individuele centrale bank haar deviezenreserves aanhoudt bij het Eurobankwezen, zal zij dit niet beschouwen als een daling van haar reserveomvang, maar als een verandering in de samenstelling van haar dollarreserves. Na de vorming der Eurodollardeposito's door de monetaire autoriteiten, zullen de naar het Eurobankwezen overgehevelde U.S. dollars echter, gedeeltelijk weer terugvloeien naar de centrale banken. Per saldo resulteert dan een stijging van de officiële dollarreserves, die echter niet gepaard gaat met een toename van de liquide verplichtingen van de V.S. aan de buitenlandse centrale banken. Het is wellicht dienstig om een en ander te illustreren met behulp van het cijfermateriaal uit tabel III.2. We zullen hierbij uitgaan van de gegevens op het einde van het jaar 1971, waaruit blijkt dat de groei van de Eurodollarmarkt over de gehele voorafgaande periode 54 miljard dollar is geweest. Als we aannemen dat het proces van terugstroming van U.S. dollars naar monetaire autoriteiten op het einde van het jaar 1971 volledig is gerealiseerd en tevens dat X_{\max} relevant is, dan zullen de monetaire autoriteiten, de Eurobanken en het U.S. bankwezen over de bedoelde periode, per saldo, geconfronteerd worden met de onderstaande balansmutaties.

U.S. banken passiva		activa monetaire autoriteiten		passiva
tegoeden van U.S. ingezetenen	-6,1	Eurodollar tegoeden	+ 9,3	tegoeden van algemene banken
tegoeden van Eurobanken	+8,3	tegoeden bij U.S. banken	+14,4	+23,7
tegoeden overige niet-ingezetenen	-16,6			
tegoeden van monetaire autoriteiten	+14,4			

activa Eurobanken		passiva
tegoeden bij		Eurodollar-
U.S.banken +8,3		deposito's +54,0
debiteuren +45,7		

Indien we alleen rekening houden met de invloed van de Eurodollarmarkt op de B.O.R.T.B., kunnen we concluderen dat de officiële reserves zijn toegenomen met een bedrag ad 14,4 miljard dollar. Met dit bedrag stijgen immers de verplichtingen van de V.S. aan de buitenlandse monetaire autoriteiten. Als we echter de balansmutaties bij de monetaire autoriteiten in ogenschouw nemen dan zijn de officiële reserves met een bedrag ad 23,7 miljard dollar toegenomen. Vanuit dit gezichtspunt heeft de Eurodollarmarkt geleid tot een extra groei in de internationale reserves voor een bedrag dat gelijk is aan de omvang van de Eurodollardeposito's, die in handen zijn van de monetaire autoriteiten buiten de V.S.

Indien echter X_{\min} relevant is dan resulteren in de periode tot het einde van 1971 de onderstaande balansmutaties

U.S. banken		passiva	activa monetaire autoriteiten	passiva
tegoeden van U.S. ingezetenen	-6,1	Eurodollarte- goeden	+9,3	tegoeden
tegoeden van Eurobanken	+8,3	tegoeden bij U.S.banken	-2,2	algemene banken +7,2
tegoeden van monetaire autoriteiten	-2,2			

activa Eurobanken		passiva
tegoeden bij		Eurodollar-
U.S.banken +8,3		deposito's +54,0
debiteuren +45,7		

Letten we alleen op de B.O.R.T.B. dan valt te concluderen dat de officiële reserves buiten de V.S. zijn gedaald met een bedrag ad 2,2 miljard dollar. Als echter ook rekening wordt gehouden met de officiële Eurodollardeposito's dan is de omvang van de internationale reserves, als gevolg van het bestaan van de Eurodollarmarkt toegenomen met 7,1 miljard dollar, ondanks de daling van de verplichtingen van de

ingezetenen van de V.S. aan de buitenlandse monetaire autoriteiten. Het is dan ook (mede) door het bestaan van de Eurodollarmarkt dat er vanaf het midden der zestiger jaren een toenemend verschil valt te constateren tussen de omvang der officiële valuta-reserves enerzijds en de verplichtingen van de landen die de reservevaluta's emitteren aan de buitenlandse monetaire autoriteiten anderzijds, zoals blijkt uit de onderstaande tabel III.3.

Tabel III.3. De omvang van de valuta-reserves in de wereld en verplichtingen van de V.S. en het V.K. aan buitenlandse monetaire autoriteiten (ultimo bedragen in miljoenen U.S. dollars)

	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
1) Valuta-reserves in handen van I.M.F. leden	23.850	23.810	25.410	29.030	31.920	32.365	44.545	76.815
2) Liquide verplichtingen aan buitenlandse monetaire autoriteiten:								
a) van de VS.	15.771	15.849	14.964	18.277	17.488	16.024	23.912	51.082
b) van het V.K.	7.118	7.112	7.865	8.255	9.675	8.895	6.623	7.815
3) 2a + 2b	22.889	22.961	22.829	26.532	27.163	24.919	30.535	58.897
4) Verschil (1-3)	961	849	2.581	2.498	4.757	7.446	14.010	17.918*

* Het I.M.F. geeft hier als verschil: 18.931.

Bron: Tabellen "International Liquidity - Foreign Exchange", International Financial Statistics, juli 1971, blz. 23 (voor de cijfers met betrekking tot het jaar 1964) en juli 1972, blz. 23 (voor de cijfers met betrekking tot de overige jaren).

Uit tabel III.3. blijken de toenemende verschillen tussen de deviezenreserves der landen enerzijds en de verplichtingen van de V.S. en het V.K. van buitenlandse monetaire autoriteiten anderzijds. Een belangrijk gedeelte van deze verschillen, wordt naar onze mening veroorzaakt door de aanwezigheid van Eurodollars in handen van monetaire autoriteiten. Deze hadden op het einde van 1971 een waarde van 9,3 miljard dollar, waardoor op genoemd tijdstip ruim de helft van het verschil in tabel III.3. te verklaren is. Gezien het feit dat genoemd bedrag Eurodollars betrekking heeft op 58 landen, en daarom waarschijnlijk een onderschatting van de feitelijke omvang der officiële Eurodollardeposito's inhoudt, kan ook voor het resterende gedeelte van de verschillen de Eurodollarmarkt ten dele verantwoordelijk worden geacht.

HOOFDSTUK IV

DE EUROSOLLARMARKT EN DE EFFECTIVITEIT VAN HET MONETAIRE BELEID.

Inleiding.

De Eurosollarmarkt heeft een belangrijke bijdrage geleverd tot de vergroting van de internationale kapitaalmobiliteit op korte termijn, die van grote betekenis kan zijn voor de effectiviteit van het monetaire beleid. In IV.1. zal worden aangegeven op welke wijze de Eurosollarmarkt de kapitaalmobiliteit heeft vergroot en zullen de motieven voor de kortlopende internationale geldbewegingen worden aangegeven. In IV.2. wordt een eenvoudig model gepresenteerd voor de prijsvorming op de contante markt en op de termijnmarkt voor vreemde valuta, zowel bij een systeem van vrije, als bij een systeem van vaste wisselkoersen. Met behulp van dit model wordt in IV.3. de invloed van de internationale kapitaalbewegingen op de effectiviteit van het monetaire beleid geanalyseerd. Tenslotte wordt nog aangegeven in hoeverre door een valutatermijnpolitiek en door selectieve maatregelen de monetaire gevolgen van de kortlopende internationale kapitaalbewegingen beperkt of voorkomen kunnen worden.

1. Internationale kortlopende kapitaalbewegingen en de Eurosollar- markt.

De Eurosollarmarkt heeft, zoals we in hoofdstuk I hebben gezien, nieuwe rentestanden gecreëerd, die relatief onafhankelijk zijn van de rentestanden op de nationale geldmarkten. Daarmee zijn er tevens nieuwe internationale beleggings- en kredietmogelijkheden ontstaan. Een groot aantal factoren heeft ertoe bijgedragen om deze mogelijkheden te benutten, zoals we reeds eerder hebben geconstateerd. Het zijn met name de interbancaire kredietverlening, de verregaande specialisatie van de Eurobanken in velerlei opzichten, de vele keuze-mogelijkheden ten aanzien van een belegging in Eurosollars met betrekking tot de looptijd en ten aanzien van de kredietvormen, en de functie van de dollar als een internationale valuta op wereldschaal, die in dit verband van grote betekenis kunnen worden geacht.

Het bestaan van de Eurodollarmarkt heeft dan ook geresulteerd in een hoge mate van internationale kapitaalmobilititeit. Immers, zowel de vorming van Eurodollardeposito's, als de kredietverlening door de Eurobanken, gaat veelal gepaard met een internationale overdracht van liquide middelen. Hieruit mag men niet concluderen dat alle middelen, die thans voor een internationale belegging en kredietverlening via de Eurodollarmarkt in aanmerking komen, bij het niet bestaan van deze markt, gebonden zouden zijn binnen de nationale kredietsystemen. Emminger stelt in dit verband het volgende: "...The Euromoney market to some extent may only have magnified and highlighted certain tendencies which would exist without it. Thus the international mobility of short-term funds which is so characteristic of Euromoney, has been really due to the widespread liberalization of short-term money movements in the wake of currency convertibility since the end of the 1950's. Large movements of short-term funds would therefore have to be expected nowadays even without the existence of the Eurocurrency market".¹⁾ In dezelfde geest stelt ook Roll dat zonder het bestaan van de Eurovalutamarkt omvangrijke internationale geldbewegingen plaats zouden vinden. Immers: "Fundamentally, these flows are not different in kind from earlier ones, particular those in the inter-war years. One can, however, assert that, as a result of certain institutional changes, the ease with which these flows take place has been improved and the speed of response to the underlying factors and, therefore, of the changes of direction have been much accelerated".²⁾ Het is dan ook zeer waarschijnlijk dat de Eurodollarmarkt enerzijds heeft geleid tot een vormverandering van de internationale geldstromen en anderzijds voor een vergroting van de omvang van de internationaal mobiele fondsen heeft gezorgd. Dit laatste geldt voor alle categorieën Eurodollars die we hebben onderscheiden.

De Eurodollardeposito's die we onder de categorie X hebben ondergebracht, zouden waarschijnlijk voor een veel geringere omvang betrokken zijn bij de internationale kapitaalbewegingen, indien de

1) Emminger, in H.V. Prochnow, blz. 107.

2) E. Roll, *International Capital Movements-Past, Present, Future*, 1971, blz. 21.

Eurodollarmarkt niet zou bestaan. Met name voor de officiële dollarreserves zou dan een beleggingsmogelijkheid buiten de V.S. praktisch ontbreken, terwijl het onwaarschijnlijk geacht moet worden, dat het Amerikaanse bankwezen deze middelen in dat geval volledig buiten de V.S. zou beleggen. Dit geldt eveneens voor de overige deposito's die onder de categorie X zijn gerangschikt. Hetzelfde kan worden gesteld ten aanzien van de Eurodollardeposito's die als een substituut voor deposito's in binnenlandse valuta beschouwd kunnen worden, de T-deposito's, en de primaire bancaire Eurodollardeposito's, die een substituut vormen voor een belegging op de binnenlandse geldmarkt. In het geval van het ontbreken van de Eurodollarmarkt zouden deze niet, dan wel in mindere mate in aanmerking komen voor beleggingen in het buitenland uit hoofde van kostenoverwegingen, minder gunstige en minder ruime beleggingsmogelijkheden, onbekendheid, enzovoorts.

Voor de individuele nationale monetaire autoriteiten betekent het bestaan van de Eurodollarmarkt dan ook dat zij worden geconfronteerd met een relatief hoge mate van kapitaalmobiliteit. Eurodollartransacties impliceren voor de afzonderlijke landen meestal immers een kapitaalexport of een kapitaalamport. In het algemeen kan men stellen dat een kapitaalexport gepaard gaat met een inkrimping van het kredietpotentieel in het betreffende land en een kapitaalamport met een uitbreiding van het kredietpotentieel, geheel los van de vraag of de betreffende kapitaalbewegingen plaats vinden via de Eurodollarmarkt dan wel via andere kanalen. Uiteraard behoeft de inkrimping van het kredietpotentieel in het kapitaalexporterende land niet gelijk te zijn aan de uitbreiding van dit potentieel elders. De mogelijke verschillen in reservevoorschriften voor de algemene banken en samenstelling van de liquiditeitenmassa's, het verschil in openheid der individuele volkshuishoudingen en een ongelijk gedragspatroon der monetaire autoriteiten in de diverse landen, zijn er de oorzaak van dat ten dele een a-symmetisch beeld resulteert. In dit verband verdienen met name de kapitaalbewegingen tussen de V.S. en de rest van de wereld speciale aandacht, gezien de specifieke functie van de dollar als internationale reservevaluta. De kapitaalbewegingen tussen de V.S. en de rest van de wereld hebben geen of slechts een relatief beperkte invloed op de kredietcapaciteit van het U.S.

bankwezen in vergelijking met de invloed op het kredietaanbod in andere landen. In dit verband stelt Mayer het volgende: "Like any other payments flow, no matter in what currency, to a reserve country, Eurodollar lending to the United States will tend to reduce the total supply of credit to non-banks. The reason for this is that to the extent that foreign central banks finance their resultant reserve losses out of dollars, held in the form of U.S. bank deposits or U.S. money market assets, the capital flow to the United States will not increase the monetary base of the U.S. economy (apart from possible changes in the maturity structure of U.S. banks' liabilities and possible changes in required reserves). ...On the other hand, the capital outflow will automatically also tend to tighten the supply of credit in capital exporting countries".³⁾ Afgezien van de mogelijke compenserende maatregelen van de betreffende monetaire autoriteiten, vervolgt Mayer, "...the fact remains that in the case of a capital outflow to the United States an increase in the amount of dollar credit outstanding through the Eurobanks (irrespective of whether their liabilities or assets are vis-à-vis banks or non-banks) will tend to reduce the total supply of credit to non-banks".⁴⁾ Aldus komt, volgens Mayer, de a-symmetrische invloed van de internationale kapitaalbewegingen op het krediet - potentieel, en dus ook de invloed van de kapitaalbewegingen die via de Eurodollarmarkt tot stand komen, in het bijzonder naar voren voor zover ingezetenen van de V.S. hierbij zijn betrokken. Een kanttekening bij de conclusie van Mayer lijkt ons echter gerechtvaardigd. Mayer maakt geen onderscheid in de kredietverlening door de Eurobanken aan de algemene banken en de niet-banken in de V.S. Een eventuele kredietverlening in dollars door de Eurobanken aan niet-banken leidt tot een toename der liquide middelen van de niet-bancaire sectoren in de wereld. Het is hierbij van geen betekenis of de kredietnemer ingezetene van de V.S. is, danwel in een ander land is gevestigd. In beide gevallen resulteert er een toename van de liquide middelen van de niet-bancaire sectoren in de wereld. Voor zover echter de kredietverlening door de Eurobanken aan de U.S. banken plaats vindt,

3) H. Mayer, Multiplier Effects and Credit Creation in the Euro-Dollar Market, *Quarterly Review*, Banca Nazionale del Lavoro, maart 1971, blz.249.

kunnen wij ons met de stelling van Mayer verenigen. De kredietverlening van de Eurobanken aan de U.S. banken gaat immers gepaard met een daling van de liquide middelen van het Eurobankwezen voor een gelijk bedrag, terwijl het kredietaanbod van het U.S. bankwezen niet, dan wel slechts in relatief geringe mate, kan toenemen. Per saldo resulteert er in dit geval dus een daling van het beschikbare kredietpotentieel voor de niet-banken in de wereld.

Voor de keuze van de doelstellingen van het monetaire beleid en de effectiviteit van de instrumenten in een individueel land is de mate van internationale kapitaalmobiliteit enerzijds, en de aard van het vigerende wisselkoerssysteem anderzijds, van fundamentele betekenis, zoals nog zal blijken. In dit licht dient men ook de betekenis van de Eurodollarmarkt voor de individuele monetaire autoriteiten te beschouwen. Aan de internationale kortlopende kapitaalbewegingen kunnen verschillende motieven ten grondslag liggen. In dit verband zijn te onderscheiden:

- a) kapitaaltransacties die een gevolg zijn van het bestaan internationale rentever verschillen,
- b) kapitaaltransacties die het resultaat zijn van valutaspeculatie,
- c) kapitaaltransacties die een uitvloeisel zijn van het internationale goederen- en dienstenverkeer.
- d) kapitaaltransacties die voortvloeien uit een combinatie van de onder a), b) en c) gegeven motieven.

Aangezien de omvang en de richting van de aldus gemotiveerde geldstromen vooral bepaald worden door de internationale rentever verschillen enerzijds en de verschillen tussen de contante koersen en de termijnkoersen anderzijds, is het gewenst om een model voor de prijsvorming op de valutamarkt te geven waarbij rekening wordt gehouden met de internationale mobiliteit van kortlopend kapitaal. Aan de hand van dit model zullen we aangeven op welke wijze de kapitaalbewegingen een invloed kunnen uitoefenen op de effectiviteit van het monetaire beleid in een land.

2. Een eenvoudig model van de prijsvorming op de valutamarkt.

2.1. Veronderstellingen.

Het model van de prijsvorming op de contante markt en op de termijnmarkt van vreemde valuta, dat we in deze paragraaf zullen presenteren, is een vereenvoudigde versie van een twee-landen model, zoals dat ontwikkeld is door Neldner.⁵⁾ Het model van Neldner is gebaseerd op een zeer uitvoerige literatuurstudie ten aanzien van de prijsvorming op de valutatermijnmarkt en kan bovendien op een vrij eenvoudige wijze grafisch worden weergegeven. Aangezien alleen de mogelijke monetaire gevolgen van de internationale kapitaalmobiliteit in dit hoofdstuk centraal staan, kunnen we het model van Neldner op enkele plaatsen vereenvoudigen, zonder dat hierdoor de conclusies in belangrijke mate anders worden. Op welke punten de door ons aangebrachte vereenvoudigingen betrekking hebben, zullen we op de relevante plaatsen aangeven. De verschillende grafische voorstellingen die we in het onderstaande zullen gebruiken, zijn ten dele en soms volledig ontleend aan Neldner, zij het dat we daarbij rekening hebben gehouden met de door ons aangebrachte simplificaties in vergelijking met Neldner. De twee landen in het model, waarvan we zullen uitgaan, zijn de landen A en B, waarbij wordt aangenomen dat land A relatief klein is en land B de buitenwereld (de Eurodollarmarkt) representeert. De monetaire autoriteiten in land A worden verondersteld de binnenlandse rentevoet te kunnen bepalen, terwijl de rente op de Eurodollarmarkt als gegeven wordt verondersteld. Voor land A is de dollar de vreemde valuta. De mogelijke beleggingen van ingezetenen van land A in de buitenwereld hebben betrekking op Eurodollardeposito's, terwijl de eventuele kredieten die ingezetenen van land A in het buitenland opnemen bestaan uit dollarkredieten, die worden verstrekt door het Eurobankwezen. Daarnaast wordt aangenomen dat er op de valutatermijnmarkt slechts transacties worden afgesloten met een termijn van 3 maanden en dat de internationale beleggingen en kredieten eveneens een looptijd van 3 maanden hebben. Verder wordt verondersteld dat de rentestanden op de binnenlandse geldmarkt

5) M. Neldner, *Die Kursbildung auf dem Devisenterminmarkt und die Devisenterminpolitik der Zentralbanken*, 1970, blz. 13 tot en met 67.

en de Eurodollarmarkt gerepresenteerd worden door één rentevoet op beide markten afzonderlijk. Er wordt dus geabstraheerd van de verschillen tussen de debet- en creditrente op beide markten. De marktpartijen op de valutamarkt bestaan uit rentearbitrageanten, valutaspeculanten en de handelaren (importeurs van goederen en diensten). Bij een systeem van min of meer vaste wisselkoersen kan daarnaast ook de centrale bank op de valutamarkt optreden om ervoor te zorgen dat de wisselkoers de grenzen van een bepaalde schommelmarge niet doorbreekt.

2.2. *Internationale rente-arbitrage.*

Er is sprake van internationale rente-arbitrage, zoals bijvoorbeeld Korteweg en Keesing aangeven, "...in geval van contante valuta-aankoop ter zake van belegging van de aangekochte valuta in zijn land van uitgifte, terwijl op hetzelfde moment een gelijk bedrag op termijn wordt verkocht."⁶⁾ Strikt genomen is deze definitie te beperkt om de transacties van rentearbitrageanten tussen de individuele landen en de Eurodollarmarkt aan te geven. De middelen die worden aangehouden bij het Eurobankwezen, vormen immers geen belegging op de U.S. geldmarkt. Voor de internationale rente-arbitrage is echter essentieel dat de belegger of de kredietnemer het valutarisico uitsluit op de termijnmarkt. De plaats van de belegging is in dit verband van geen betekenis.

Een kapitaalexport (-import) vanuit land A naar de Eurodollarmarkt uit hoofde van internationale interestarbitrage gaat gepaard met een vraag naar (aanbod van) dollars op de contante markt en tegelijkertijd met een aanbod van (vraag naar) termijndollars voor hetzelfde bedrag.⁷⁾

6) Korteweg en Keesing, blz. 246.

7) We abstraheren van de mogelijkheid dat ook voor de rente-opbrengsten of voor de te betalen rente in vreemde valuta een dekking wordt gezocht op de termijnmarkt. Voor zover echter ook voor de te ontvangen of de te betalen rente het valutarisico via de termijnmarkt wordt uitgesloten, is de vraag naar (aanbod van) termijndollars altijd groter dan het aanbod van (vraag naar) contante dollars.

Voor de rente-arbitrageanten zijn de volgende grootheden van primaire betekenis:

- 1) de contante koers van de dollar in land A: C_k
- 2) de termijnkoers van de dollar in land A: T_k
- 3) de rente in land A, in procenten op 3 maandsbasis: R_a
- 4) de rente op de Eurodollarmarkt, in procenten op 3 maandsbasis:

R_b

Als we het (dis)agio van de termijndollar in land A, uitgedrukt in procenten per 3 maanden, aangeven met a dan resulteert dus:

$$a = \frac{T_k - C_k}{C_k}$$

Voor de ingezetenen van land A is de opbrengst van een belegging in het binnenland gelijk aan die van een belegging in Eurodollar-deposito's indien $R_b + a = R_a$. Daarentegen bestaat er een netto-renteververschil ten gunste van de Eurodollarmarkt als ⁸⁾

$$R_b + a > R_a$$

en ten gunste van land A indien

$$R_b + a < R_a$$

Volgens de interestpariteitstheorie is het bestaan van internationale gedekte renteververschillen ondenkbaar en zal het (dis)agio van de termijnnoteringen zich zodanig instellen dat er interestpariteiten op de verschillende geldmarkten ontstaan. Dit is het geval als aan een van de onderstaande voorwaarden is voldaan.

a) Op de termijnmarkt voor vreemde valuta vormen alleen rente-arbitrageanten een marktpartij en ontbreken andere marktpartijen om transacties af te sluiten. In dat geval, stelt Neldner "...passt sich der Devisenterminkurs automatisch jeder Veränderung der Zinsparität an, da niemand für den Abschluss eines Termingeschäftes zu einem von der Zinsparität abweichenden Kurs einen Kontrahenten finden würde". ⁹⁾ Onder deze omstandigheden zullen er door

8) We gebruiken hier het begrip netto-renteververschil als een synoniem voor de aanwezigheid van gedekte renteververschillen, in de zin dat het valutarisico, uit hoofde van depreciatie (devaluatie) of appreciatie (revaluatie) van de valuta van land A is uitgeschakeld.

9) Neldner, blz. 19.

rentewijzigingen dan ook geen internationale geldbewegingen worden opgeroepen, maar zullen deze alleen hun neerslag vinden in overeenkomstige veranderingen in het (dis)agio van de termijnvaluta.

b) Zijn er op de valutatermijnmarkt echter ook nog andere marktdeelnemers aanwezig, bijvoorbeeld valutaspeculanten, importeurs en exporteurs, dan gaat de rentepariteitstheorie alleen op, indien het aanbod van arbitragefondsen (middelen in handen van rente-arbitrageanten die voor internationale belegging beschikbaar zijn) volledig interest-elastisch is. In dat geval zullen er, bij een gegeven R_b , internationale kapitaalbewegingen plaats vinden totdat onder invloed van veranderingen in R_a , C_k en T_k de rentepariteit weer is bereikt.¹⁰⁾

De interestpariteitstheorie houdt geen rekening met de mogelijkheid dat andere risicofactoren dan valutarisico's een beperkende invloed kunnen uitoefenen op het aanbod van arbitragefondsen, bij het bestaan van netto-renteverschillen ten gunste van de Eurodollarmarkt.¹¹⁾ Deze risico's zijn te onderscheiden in het risico dat de tegenpartij na afloop van de termijn zijn verplichtingen niet kan nakomen, en het risico dat er in het buitenland deviezenbeperkingen geïntroduceerd worden gedurende de looptijd van de belegging. Met name het laatstgenoemde risico lijkt voor de arbitrageanten van de grootste betekenis. Neldner veronderstelt dat de rente-arbitrageanten ten aanzien van de risico's uitgaan van het "principle of increasing risk" van Kalecki, hetgeen impliceert dat de risicograad van een belegging hoger is, naarmate de omvang van de buitenlandse beleggingen groter is.¹²⁾

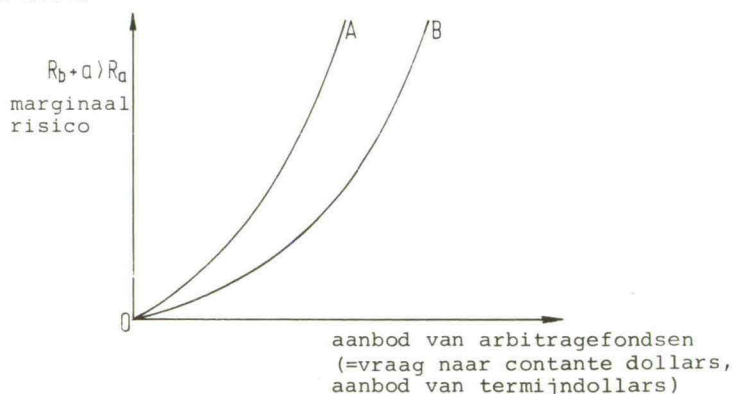
10) Neldner, blz.19 en Yeager, blz. 28, 29 en 30.

11) We zullen eenvoudshalve, zonder op essentiële punten van Neldner af te wijken abstraheren van de mogelijke transferkosten voor de rente-arbitrageanten en we abstraheren ook van de "convenience", de niet in geld uit te drukken voordelen, die gepaard kan gaan met de rente-arbitrage. De transferkosten zijn in het algemeen voor banken van relatief geringe betekenis. Daarentegen kan de "convenience" voor banken van relatief grote betekenis zijn. Voor de niet-bancaire interest-arbitrageanten geldt in het algemeen het omgekeerde: de "convenience" is meestal van een relatief gering belang, terwijl aan de transferkosten die verbonden zijn met de arbitrage door niet-banken een grotere betekenis moet worden toegekend. (Neldner, blz. 39).

12) Neldner, blz. 36 en 37.

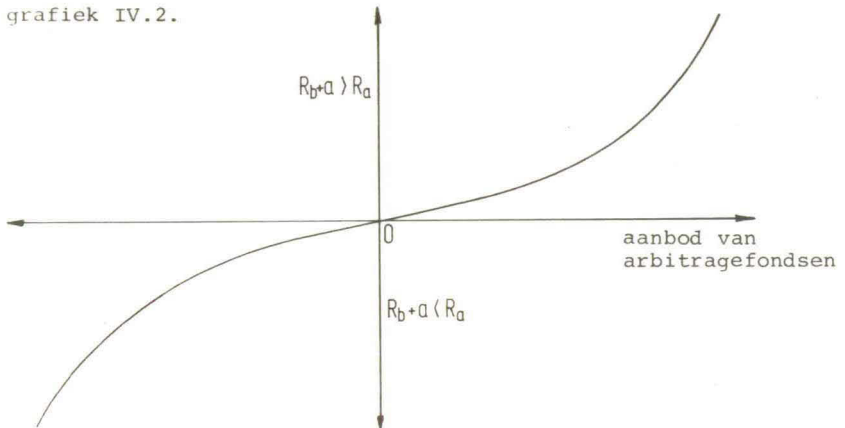
Indien de liquiditeitspositie geen beperking vormt voor het aanbod van middelen door een individuele arbitrageant, is het marginale risico de bepalende factor voor het aanbod van arbitragefondsen. Aangezien, overeenkomstig het principe van Kalecki, het marginale risico voor een arbitrageant groter is, naarmate de omvang van een belegging in het buitenland een grotere omvang heeft, impliceert dit een aanbodcurve van arbitragefondsen, waarbij, bij regelmatig toenemende netto-renteverschillen ten gunste van de Eurodollarmarkt, de toename van het aanbod voortdurend daalt. Uiteraard kan de aanbodcurve van elke individuele arbitrageant een ander verloop hebben, gezien het feit dat het risico, dat verbonden is met een vergroting van de buitenlandse beleggingen, voor elke arbitrageant verschillend kan zijn. Op basis van het voorgaande heeft de micro-economische aanbodcurve van arbitragefondsen (vraag naar contante dollars, aanbod van termijndollars) voor twee arbitrageanten A en B, een verloop zoals is weergegeven in grafiek IV.1., waarbij is verondersteld dat het marginale risico voor A, bij elk gegeven netto-renteverschil, voortdurend groter is dan voor B.

grafiek IV.1.



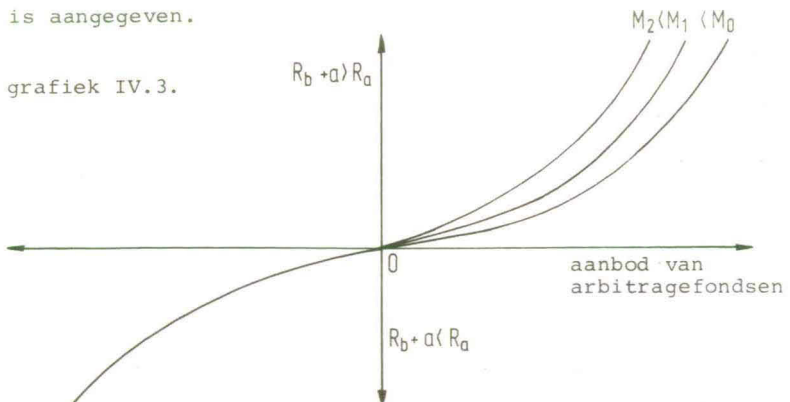
Door aggregatie van alle micro-economische aanbodcurves ontstaat de macro-economische aanbodcurve van arbitragefondsen, die in grafiek IV.2. is weergegeven.

grafiek IV.2.



Aangezien het onwaarschijnlijk is dat de middelen van rente-arbitrageanten geen beperkende factor zijn voor de buitenlandse beleggingen, zal bij een gegeven netto-renteverschil ten gunste van het buitenland, het aanbod van arbitragefondsen geringer zijn naarmate de middelen der rente-arbitrageanten een lagere omvang hebben. In dat geval zal het aanbod van arbitragefondsen dus reeds eerder inelastisch worden. Een stapsgewijze daling in de liquiditeit der rente-arbitrageanten (M) doet dan ook de aanbodcurve van arbitragefondsen verschuiven op een wijze zoals in grafiek IV.3. is aangegeven.

grafiek IV.3.



Men kan met behulp van de gegeven grafische voorstelling IV.3. tevens laten zien hoe het aanbod van middelen door rente-arbitrageanten afhankelijk wordt van het agio van de termijndollar, bij veranderingen in R_a , en een constant veronderstelde R_b . De aanbodcurve snijdt de verticale as, waarop dan a staat aangegeven, in het punt waarbij $a = R_a - R_b$. Er zijn dan immers geen netto-renteverschillen tussen het binnenland en de Eurodollarmarkt en derhalve is er dan ook geen aanbod van of vraag naar arbitrage fondsen. Indien $R_a = R_b$, snijdt de aanbodcurve de verticale as in het punt $a=0$. Een verhoging van R_a leidt dan tot een overeenkomstige, evenwijdige verschuiving van de aanbodcurve langs de verticale as naar boven, terwijl een daling van de binnenlandse rentestand dan gepaard gaat met een verschuiving van de aanbodcurve in benedenwaartse richting.

2.3. Valutaspeculatie.

De valutaspeculanten trachten voordeel te behalen uit de verwachte wisselkoersveranderingen in de loop der tijd. Voor het gedragspatroon van een speculant op de valutatermijnmarkt zijn van primaire betekenis de huidige termijnkoers en de verwachte contante koers (C_{vk}). Een speculant zal (afgezien van eventuele kosten) termijndollars aanbieden als

$$C_{vk} < T_k$$

en termijndollars vragen indien

$$C_{vk} > T_k$$

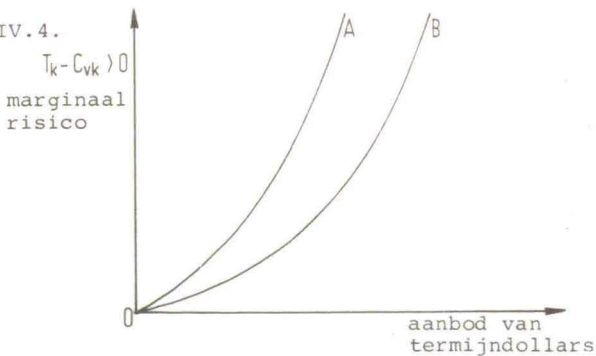
De risico's die met de speculatie gepaard gaan kan men onderscheiden in het risico dat de tegenpartij zijn verplichtingen niet nakomt en het valutarisico. Het eerstgenoemde risico is van relatief geringe betekenis, aangezien in het meest ongunstige geval een mogelijke speculatiewinst niet wordt gerealiseerd. Het koersrisico echter is voor een speculant van een veel grotere betekenis. Dit risico is afhankelijk van de volgende factoren:¹³⁾

13) Neldner, blz. 45.

- a) de risicograad van de koersverwachtingen,
- b) de subjectieve instelling tegenover het risico,
- c) de omvang van de termijnverplichtingen, die een speculant reeds heeft aangegaan.

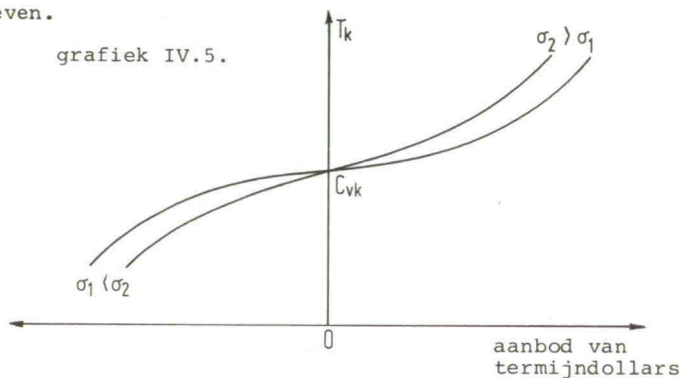
Het is volgens Neldner onwaarschijnlijk dat één bepaalde verwachte contante koers de basis vormt voor het gedragspatroon van de speculanten. Het ligt meer voor de hand dat zij zich baseren op een reeks van mogelijke toekomstige contante koersen met elk een bepaalde waarschijnlijkheid. De verwachte contante koers, C_{vk} , is dan, volgens Neldner, een gewogen gemiddelde van de desbetreffende contante koersen, waarbij de waarschijnlijkheid die aan elke mogelijke koers wordt toegekend als wegingscoëfficiënt fungeert.¹⁴⁾ De standaardafwijking σ kan men dan beschouwen als een maatstaf voor de risicograad van de koersverwachtingen, die dan groter is naarmate σ een hogere waarde heeft. Overeenkomstig het beginsel van het stijgend risico van Kalecki, zal het marginale risico voor de individuele speculant hoger zijn naarmate de omvang van zijn speculatieve positie groter is. Dit uitgangspunt is er de oorzaak van, dat vanaf een zeker punt het aanbod van c.q. de vraag naar termijndollars door speculanten volledig inelastisch zal worden. Op basis van het voorgaande resulteert een micro-economische aanbodcurve van termijndollars c.q. een micro-economische vraagcurve naar termijndollars als een functie van het verschil tussen T_k en C_{vk} , respectievelijk C_{vk} en T_k , die samenvalt met de marginale subjectieve risicocurve. In grafiek IV.4. is de micro-economische aanbodcurve van twee speculanten A en B aangegeven bij een gegeven verwachte contante koers en een gegeven σ , waarbij is aangenomen dat B in sterkere mate risicozoeker is dan A.

grafiek IV.4.



14) Neldner, blz. 45.

Door de micro-economische speculatiecurves te aggregeren, resulteert de macro-economische speculatiecurve, die de verticale as, waarop T_k is aangegeven, snijdt in het punt $T_k = C_{vk}$. Een afwijking tussen de termijnkoers en de verwachte contante koers is voor speculanten een aanleiding om termijndollars te vragen of aan te bieden, en wel voor grotere bedragen, naarmate de zekerheid van de koersverwachtingen groter is, dus naarmate σ een lagere waarde heeft. De macro-economische speculatiecurves, bij twee verschillende waarden van σ , zijn in grafiek IV.5. aangegeven.



Bij een daling van C_{vk} , maar bij een constante σ , verschuift de aanbodcurve van termijndollars parallel langs de verticale as naar beneden, terwijl bij een stijging van C_{vk} de aanbodcurve naar boven verschuift. Afhankelijk van de positie die de valuta-speculanten op de termijnmarkt innemen, zullen zij in de toekomst op de contante markt dollars moeten vragen dan wel aanbieden, voor eenzelfde bedrag, ter afwikkeling van hun verplichtingen met betrekking tot de tegenpartij. Hierdoor kunnen de speculanten invloed uitoefenen op de toekomstige feitelijke koers op de contante markt.¹⁵

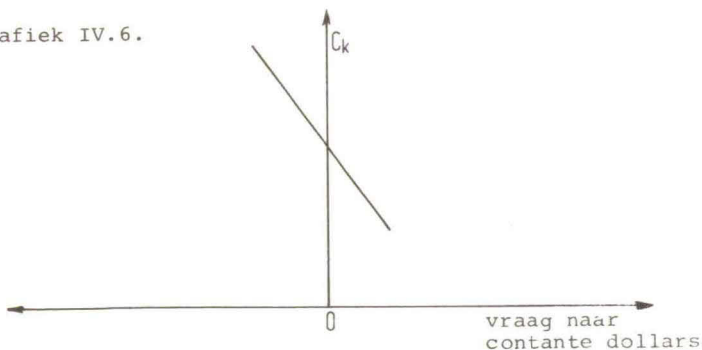
- 15) Voor zover de speculanten opereren op de contante markt valt dit te beschouwen als een combinatie van internationale interest-arbitrage en valutaspeculatie via de termijnmarkt, waarbij er twee termijnaffaires plaats vinden die elkaar opheffen, en alleen de transactie op de contante markt resteert. De algemene vorm van de eerder afgeleide arbitrage- en speculatiecurve wordt hierdoor dan ook niet beïnvloed. Voor een nadere uitwerking zij verwezen naar Neldner blz. 48 en 49.

2.4. Internationale handel.

Ten aanzien van de positie van importeurs en exporteurs van goederen en diensten op de beide deelmarkten van de valutamarkt zullen we een geheel andere veronderstelling hanteren als Neldner doet. Voor Neldner is een verklaring van de prijsvorming op de valutatermijnmarkt het hoofddoel van zijn studie. Voor ons echter is het doel om de invloed die kortlopende internationale kapitaalbewegingen kunnen uitoefenen op de monetaire situatie in een land en op de effectiviteit van het monetaire beleid aan te geven. We kunnen dan ook volstaan met een aanzienlijk minder uitvoerige behandeling van de positie die de handelaren op de valutamarkt kunnen innemen dan bij Neldner het geval is. Neldner veronderstelt dat een importeur of exporteur van goederen en diensten geen valutarisico wil lopen en, voorzover dit van toepassing is, een transactie op de termijnmarkt zal afsluiten om dit risico uit te schakelen.¹⁶⁾ Voor zover het feitelijke gedragspatroon van deze voorstelling van zaken afwijkt, kunnen de handelaren tevens als speculanten en/of als rente-arbitrageanten worden beschouwd.¹⁷⁾

Eenvoudshalve zullen wij ervan uitgaan, dat het afsluiten van een handelscontract, de levering van de goederen en de betaling op hetzelfde tijdstip plaats vinden. Dit houdt dus in dat de import (export) van goederen en diensten alleen resulteert in vraag naar (aanbod van) dollars op de contante markt. Onder de veronderstelling dat de vraagcurve en de aanbodcurve van vreemde valuta een normaal verloop hebben en een lineaire functie zijn van de contante koers, resulteert een netto-vraagcurve naar contante dollars, als functie van de contante koers, uit hoofde van de internationale handel, zoals in grafiek IV.6. is aangegeven.

grafiek IV.6.



16) Neldner, blz. 53

17) Neldner, blz. 53 tot en met 57.

2.5. *Het simultane evenwicht op de contante markt en de termijnmarkt bij vrije en bij vaste wisselkoersen.*

In de voorgaande subparagrafen is het veronderstelde gedragsspatroon van de verschillende marktpartijen op de contante markt en de termijnmarkt voor dollars aangegeven. De verbinding tussen de contante markt en de termijnmarkt wordt gevormd door de rente-arbitrageanten, aangezien zij alléén tegelijkertijd op beide deelmarkten van de valutamarkt opereren en in de evenwichtssituatie dus de tegenpartij moeten zijn voor de handelaren op de contante markt en voor de speculanten op de termijnmarkt. Evenwicht op de valutamarkt is aanwezig als er tegelijkertijd zowel op de contante markt als op de termijnmarkt geen aanbod- of vraagoverschotten aanwezig zijn. Indien we de netto-vraag naar contante dollars door handelaren aangeven met V_{ch} , het aanbod van contante dollars door rente-arbitrageanten met A_{ca} , de vraag naar termijndollars door arbitrageanten met V_{ta} , en het aanbod van termijndollars door speculanten met A_{ts} , dan is de contante markt in evenwicht als

$$V_{ch} = A_{ca} \quad (1)$$

en de termijnmarkt is in evenwicht als

$$A_{ts} = V_{ta} \quad (2)$$

Omdat echter de rente-arbitrageanten op de termijnmarkt een tegengestelde positie innemen voor hetzelfde bedrag dan op de contante markt, geldt tevens

$$A_{ca} = V_{ta} \quad (3)$$

In de evenwichtssituatie moet derhalve ook voldaan zijn aan de voorwaarden

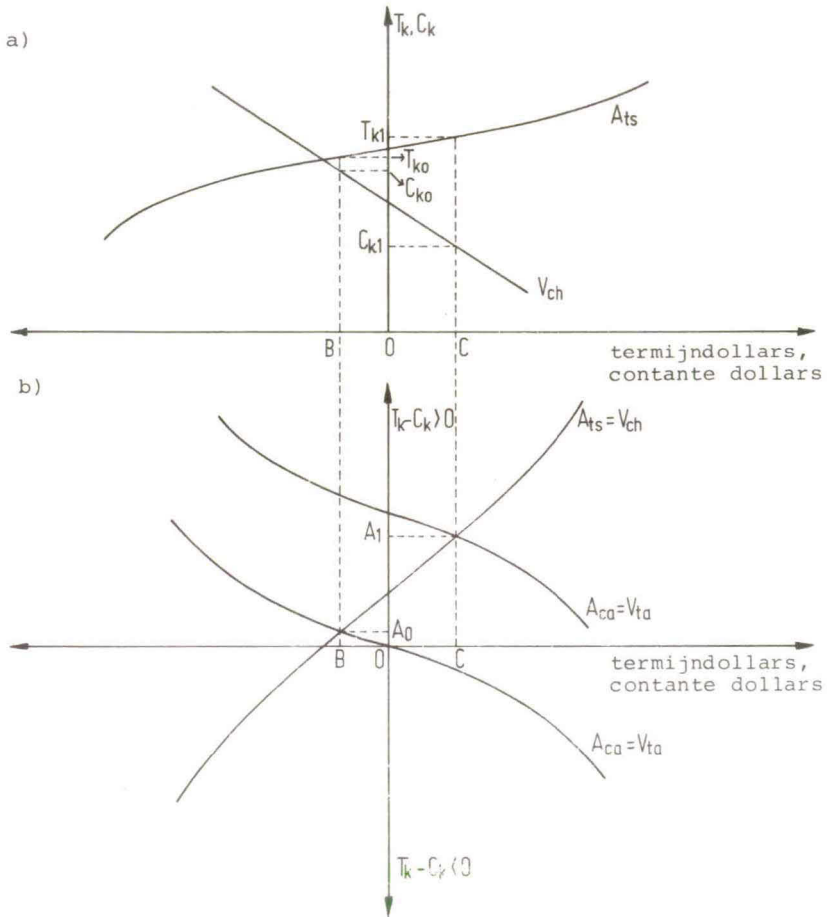
$$A_{ts} = A_{ca} \quad (4)$$

en

$$A_{ts} = V_{ch} \quad (5)$$

De grafische afleiding en de weergave van het simultane evenwicht op beide deelmarkten van de valutamarkt blijkt uit grafiek IV.7.

grafiek IV.7.



De A_{ts} -curve in de grafiek IV.7.a geeft het aanbod van termijndollars door speculanten aan, bij een gegeven C_{vk} en σ , terwijl de V_{ch} -curve de netto-vraag naar contante dollars door de handelaren aangeeft. Met behulp van deze curves is de curve $A_{ts} = V_{ch}$ afgeleid. Deze geeft aan alle combinaties van termijnkoersen en contante koersen, waarbij het aanbod van termijndollars door

speculanten gelijk is aan de vraag naar contante dollars door de handelaren. Elk punt op de $A_{ts}=V_{ch}$ -curve kan dan ook beschouwd worden als een mogelijk evenwichtspunt, omdat daarbij voldaan is aan de evenwichtsvoorwaarde (5).

Indien R_a en R_b gegeven zijn, kan in IV.7.b tevens de aanbodcurve van arbitragefondsen, de $A_{ca}=V_{ta}$ -curve, worden geconstrueerd, zoals in IV.2.2 is aangegeven. Als $R_a=R_b$ snijdt de betreffende curve in de grafiek IV.7.b. de oorsprong van het assenstelsel. Het snijpunt met de curve $A_{ts}=V_{ch}$ geeft dan aan bij welk (dis)agio de beide valutamarkten in evenwicht zijn. In dat punt geldt immers dat $A_{ca}=V_{ta}=A_{ts}=V_{ch}$, waarmee voldaan is aan de gestelde evenwichtsvoorwaarden. Bij $R_a=R_b$ is de valutamarkt in evenwicht bij een absolute waarde van het agio van de termijn-dollar van OA_0 . Aan de hand van dit verschil tussen de termijnkoers en de contante koers kunnen vervolgens C_{k0} en T_{k0} in de grafiek IV.7.a. worden bepaald.

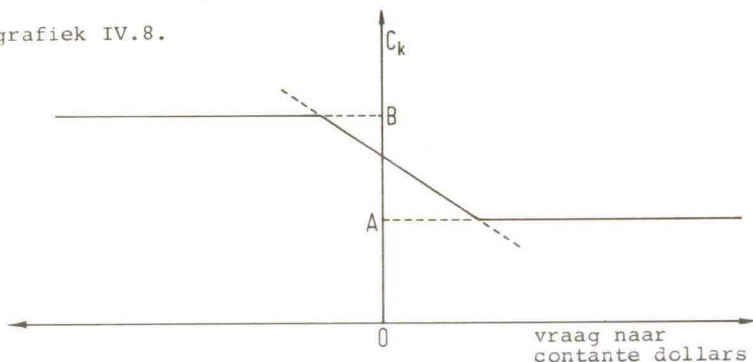
Bij een verhoging van R_a verschuift de $A_{ca}=V_{ta}$ -curve in bovenwaartse richting en wel zodanig dat het snijpunt met de verticale as overeenkomt met de hierdoor opgeroepen nieuwe rentepariteit. De contante markt en de termijnmarkt zijn dan in evenwicht bij een agio van de termijndollar ter grootte van OA_1 , bij de nieuwe koersen C_{k1} en T_{k1} .

Als het agio een waarde heeft van OA_0 resulteert er een kapitaalexport van OB en een gelijk overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans, terwijl bij een agio van OA_1 een overschot op de kapitaalrekening van de betalingsbalans resulteert ter grootte van OC en de lopende rekening een tekort van dezelfde omvang vertoont.

Indien de verwachte contante koers hoger wordt, verschuift de A_{ts} -curve in IV.7.a. parallel naar boven, zodanig dat het snijpunt met de verticale as samenvalt met de nieuwe verwachte contante koers. Daarmee verschuift uiteraard ook de $A_{ts}=V_{ch}$ -curve in bovenwaartse richting en resulteren er andere evenwichtswaarden voor C_k en T_k , bij de gegeven $A_{ca}=V_{ta}$ -curves.

Het evenwicht op de valutamarkt zoals dat in het voorgaande is afgeleid, heeft betrekking op een systeem van vrije wisselkoersen. Bij vaste wisselkoersen, met een zekere schommelmarge op de contante markt, zal de netto-vraagcurve naar contante dollars een ander verloop hebben dan bij een systeem van vrije wisselkoersen. Deze zal dan vanaf het hoogste (laagste) interventiepunt een horizontaal verloop hebben vanwege het volstrekt elastisch aanbod van (vraag naar) dollars door de monetaire autoriteiten en aldus de in grafiek IV.8. aangegeven vorm bezitten, waarbij AB de schommelmarge van de wisselkoers is.¹⁸⁾

grafiek IV.8.

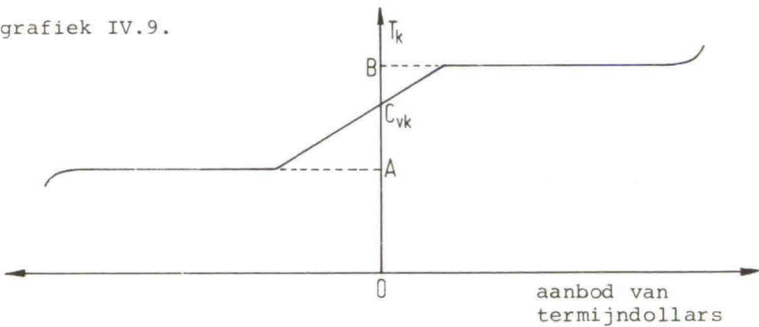


Indien er geen devaluatie- of revaluatieverwachtingen bestaan, heeft de aanbodcurve van termijndollars door speculanten bij vaste wisselkoersen een ander verloop dan bij vrije wisselkoersen. In dat geval zal de door de speculanten verwachte contante koers binnen de door de schommelmarge bepaalde interventiepunten liggen, hetgeen impliceert dat de vraag naar (aanbod van) termijndollars door speculanten ter hoogte van het laagste (hoogste) interventiepunt, volledig elastisch is. De aankoop (verkoop) van termijndollars tegen een koers die lager (hoger) is dan het laagste (hoogste) interventiepunt zal dan

18) Neldner, blz. 65. Indien er geen schommelmarge in de contante koers bestaat, heeft de curve een continu horizontaal verloop.

immers gepaard gaan met een vaststaande speculatiewinst. Neldner veronderstelt dat het aanbod van termijndollars door speculanten, bij een termijnkoers die een fractie boven de hoogst mogelijke contante koers ligt, volledig elastisch is.¹⁹⁾ Een-voudshalve zullen we echter aannemen dat het aanbod bij een termijnkoers die gelijk is aan de maximale contante koers reeds volledig elastisch wordt omdat er dan geen speculatie-verliezen worden verwacht. Omdat ook in dit geval echter de pariteit en de schommelmarge niet onveranderlijk zijn, is het principe van Kalecki ervoor verantwoordelijk dat de vraag naar en het aanbod van termijndollars door speculanten, relatief inelastisch wordt, nadat hun termijnverplichtingen een zekere omvang hebben aangenomen.²⁰⁾ Op basis van het voorgaande heeft de aanbodcurve van termijndollars, bij een systeem van vaste wisselkoersen en bij afwezigheid van devaluatie- of revaluatie-verwachtingen, een vorm zoals in grafiek IV.9 is aangegeven. Hierbij is bovendien verondersteld dat de bedoelde curve binnen de schommelmarge voor de contante koersen een lineair verloop heeft

grafiek IV.9.

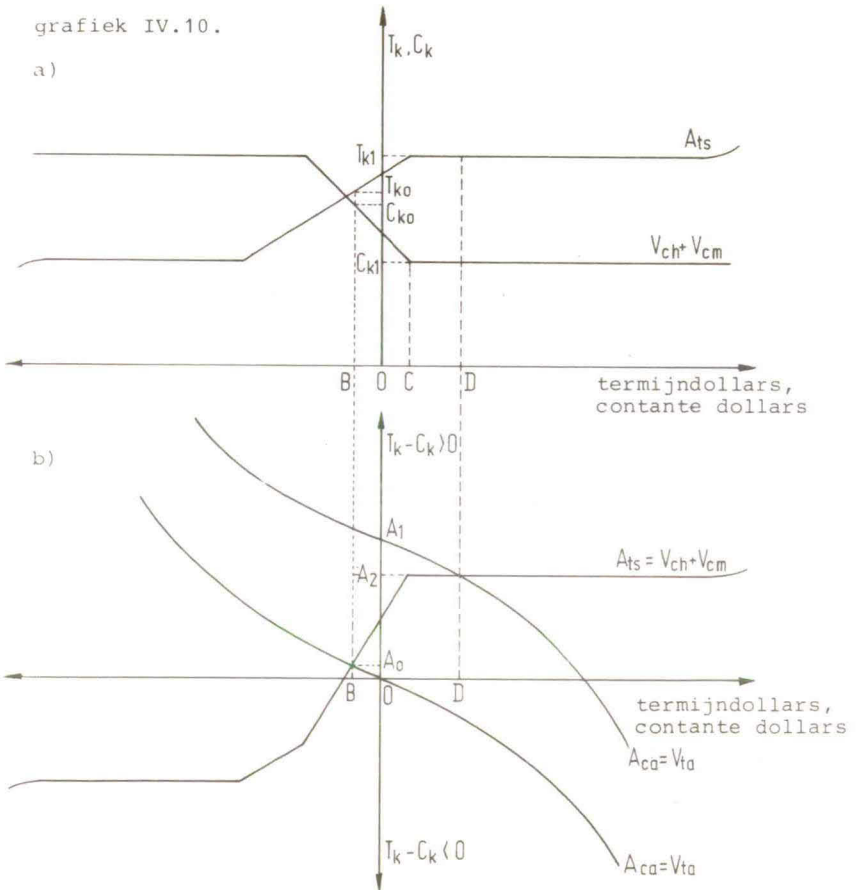


19) Neldner, blz. 65.

20) Neldner, blz. 65.

In grafiek IV.10. is op basis van het voorgaande het simultane evenwicht op de contante markt en op de termijnmarkt voor dollars aangegeven. Indien $R_a = R_b$ is er evenwicht op de valutamarkt bij een agio van de termijndollar ter grootte van OA_0 , hetgeen correspondeert met een contante koers van C_{k0} en een termijnskoers van T_{k0} . Indien echter $R_a = R_b + \frac{OA_1}{C_{k1}}$ is er

grafiek IV.10.



evenwicht op de valutamarkt bij een agio ter waarde van OA_2 , hetgeen correspondeert met de koersen C_{k1} en T_{k1} . Bij de koers C_{k1} is de vraag naar contante dollars door de handelaren OC, terwijl het aanbod van contante dollars door rente-arbitrageanten dan gelijk is aan OD. De vraag naar contante dollars door monetaire autoriteiten (V_{cm}) dient derhalve CD te bedragen. De vraag naar termijndollars door de arbitrageanten bedraagt OD, waaraan wordt voldaan door de valutaspeculanten. Indien de verwachte contante dollarkoers in land A boven het hoogste interventiepunt ligt (vanwege een verwachte devaluatie of een overgang naar een systeem van flexibele wisselkoersen) vormt het hoogste interventiepunt op de contante markt geen uiterste grens meer voor de termijnkoers. In dat geval zal de speculatiecurve dan ook eenzelfde vorm hebben als bij een systeem van flexibele wisselkoersen.²¹⁾

3. Kapitaalmobiliteit en monetair beleid.

3.1. *Monetair beleid bij absoluut vaste wisselkoersen.*

De mate van internationale kapitaalmobiliteit is van grote betekenis voor de effectiviteit van de verschillende beleidsinstrumenten ten aanzien van de beoogde doelstellingen. Het is met name Mundell die in dit verband een belangrijke bijdrage heeft geleverd tot de theorie van de economische politiek.²²⁾ In een aantal artikelen onderzoekt de genoemde auteur de effectiviteit van diverse beleidsinstrumenten (o.a. monetair beleid en bestedingsbeleid) met betrekking tot de verschillende doelstellingen (o.a. intern en extern evenwicht) bij verschillende wisselkoerssystemen. Daarbij blijkt de mate van internationale kapitaalmobiliteit voor de effectiviteit van het monetair beleid van grote betekenis. In het meest extreme geval is deze kapitaalmobiliteit volledig en in dat geval is er geen enkele ruimte voor een autonoom binnenlands monetair beleid. Een perfecte kapitaalmobiliteit is volgens Mundell aanwezig als

21) Neldner, blz. 79 en 80.

22) R.A. Mundell, *International Economics*, 1968, met name de volgende hoofdstukken: 11, 14, 15, 16, 17, 18, 20, 21.

"...a country cannot maintain an interest rate different from the general level prevailing abroad".²³⁾ Omdat de genoemde auteur uitgaat van volledig vaste wisselkoersen zonder enige schommelmarge is ook een termijnmarkt voor vreemde valuta ondenkbaar en wordt er eveneens geabstraheerd van de mogelijkheid van valutaspeculatie. Verder wordt verondersteld dat het monetaire beleid bestaat uit de aankoop en verkoop van obligaties door de centrale bank en dat de behoefte aan kasvoorraden bij de economische subjecten afhankelijk is van het nominale inkomen en de rentestand.²⁴⁾ Uitgaande van een situatie van betalingsbalansevenwicht en een gegeven inkomen is het onder de genoemde veronderstellingen onmogelijk dat de centrale bank via het monetaire beleid de geldhoeveelheid kan veranderen, indien dat vanuit binnenlands oogpunt gewenst is. Een aankoop van de genoemde schuldtitels door de monetaire autoriteiten met de bedoeling de geldhoeveelheid uit te breiden, zal een tendens tot rentedaling veroorzaken, hetgeen (gezien de veronderstelde volledige kapitaalmobiliteit) zal leiden tot een kapitaalexport. Deze laatste veroorzaakt een betalingsbalanstekort met als gevolg dat de reserves bij de monetaire autoriteiten dalen. Zolang de monetaire autoriteiten doorgaan met de aankoop van schuldtitels zullen zij voor gelijke bedragen vreemde valuta moeten verkopen. De vergroting van de liquiditeitenmassa uit hoofde van dit monetaire beleid, wordt gecompenseerd door een daling in de geldhoeveelheid vanwege het betalingsbalanstekort. Het uiteindelijke resultaat van een dergelijk beleid is dan ook dat de internationale reserves bij de monetaire autoriteiten een **daling vertonen**, en wel voor hetzelfde bedrag als het bezit aan schuldtitels bij de centrale bank stijgt.²⁵⁾

23) Mundell, Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, in *International Economics*, blz. 250.

24) Mundell, blz. 251.

25) Mundell, blz. 255.

Een analoge redenering kan gegeven worden voor het geval dat de monetaire autoriteiten de binnenlandse geldhoeveelheid willen verminderen. De verkoop van obligaties door de centrale bank zal dan resulteren in een tendens tot rentestijging. Een feitelijke stijging van de rente wordt echter voorkomen door een kapitaalimport, die er tevens de oorzaak van is dat de geldvernietiging als gevolg van het monetaire beleid gecompenseerd wordt door een geldcreatie uit hoofde van het betalingsbalansoverschot. Per saldo is het directe gevolg van een dergelijk monetair beleid dus een vergroting van de deviezenreserves bij de monetaire autoriteiten. De beoogde invloed op de geldhoeveelheid en de binnenlandse bestedingen blijft echter in beide gevallen achterwege.

Zoals is aangegeven bestaat het monetaire beleid bij Mundell uit een openmarktpolitiek met behulp van overheidsobligaties, die dus niet het karakter van secundaire liquiditeit bezitten. De gegeven conclusies worden niet anders indien de openmarktpolitiek bedreven wordt met behulp van schatkistpapier. De verkoop van schatkistpapier door de centrale bank leidt tot een daling in de geldhoeveelheid, die eveneens een tendens tot rentestijging uitlokt waardoor kapitaalimport ontstaat, die de initiële daling in de geldhoeveelheid volledig compenseert. In dit geval kunnen de monetaire autoriteiten dus evenmin invloed uitoefenen op de binnenlandse geldhoeveelheid. Ook als het monetaire beleid de vorm van kwantitatieve kredietcontrole aanneemt wordt de getrokken conclusie niet aangetast. Immers een beperking van het beschikbare kredietvolume ter beïnvloeding van de binnenlandse bestedingen is bij kapitaalmobiliteit geen zinvolle zaak, aangezien in dat geval de kredietrestricties voortdurend volledig omzeild kunnen worden.

De ondermijning van de effectiviteit van het monetaire beleid, zoals in het voorgaande is aangegeven, wordt veroorzaakt door de veronderstelde volledige kapitaalmobiliteit. Op basis van de veronderstellingen van Mundell zullen internationale renteversillen resulteren in internationale kapitaalstromen, die de initiële invloed van het monetaire beleid op de geld-

hoeveelheid volledig compenseren. Daarentegen is onder de gegeven veronderstellingen het beleid wel geschikt om een bepaald niveau van de internationale reserves in een land te realiseren. Het constant houden van het in de uitgangspositie aanwezige reserveniveau impliceert dan dat er in het binnenland eenzelfde rentestand moet bestaan als in de buitenwereld. De monetaire reserves zullen echter toenemen door de verkoop van binnenlandse schuldtitels en dalen door de aankoop van binnenlandse schuldtitels door de monetaire autoriteiten. In het voorgaande is uitgegaan van een bijzonder extreme, in de praktijk ondenkbare situatie van een perfecte kapitaalmobiliteit en permanent vaste wisselkoersen zonder enige schommelmarge, waarbij valutaspeculatie ondenkbaar is. In de onderstaande subparagraaf zullen we op basis van minder extreme, maar in de praktijk meer realistische veronderstellingen, de mogelijkheden en de beperkingen aangeven voor een autonoom monetair beleid.

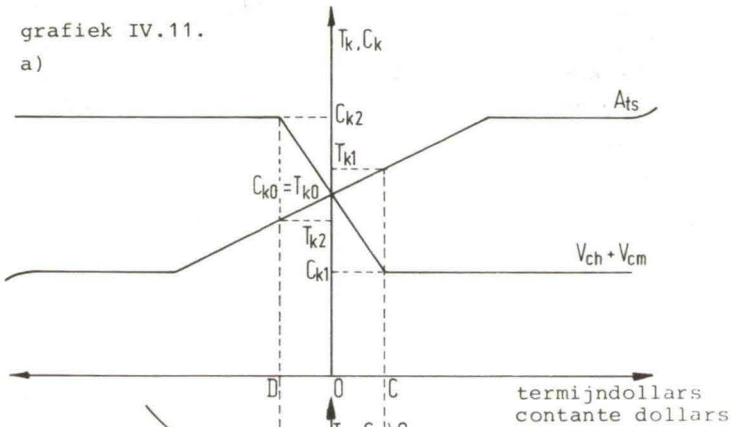
3.2. Monetair beleid bij een wisselkoerssysteem met een bepaalde schommelmarge.

Bij een wisselkoerssysteem met enige flexibiliteit in de contante koersen in de zin van een zekere schommelmarge, is het mogelijk, binnen bepaalde grenzen, een autonome monetaire politiek te voeren, zonder dat de eventuele opgeroepen kapitaalbewegingen ongewenste monetaire gevolgen met zich meebrengen. De oorzaak hiervan is tweeledig. Enerzijds is het de flexibiliteit in de wisselkoers zelf die resulteert in een grotere effectiviteit van het monetaire beleid, anderzijds het feit dat er bij het veronderstelde wisselkoerssysteem een valutatermijnmarkt bestaat, waardoor voor de autoriteiten in principe de mogelijkheid aanwezig is om valutatermijnpolitiek te bedrijven, die het monetaire beleid kan ondersteunen.

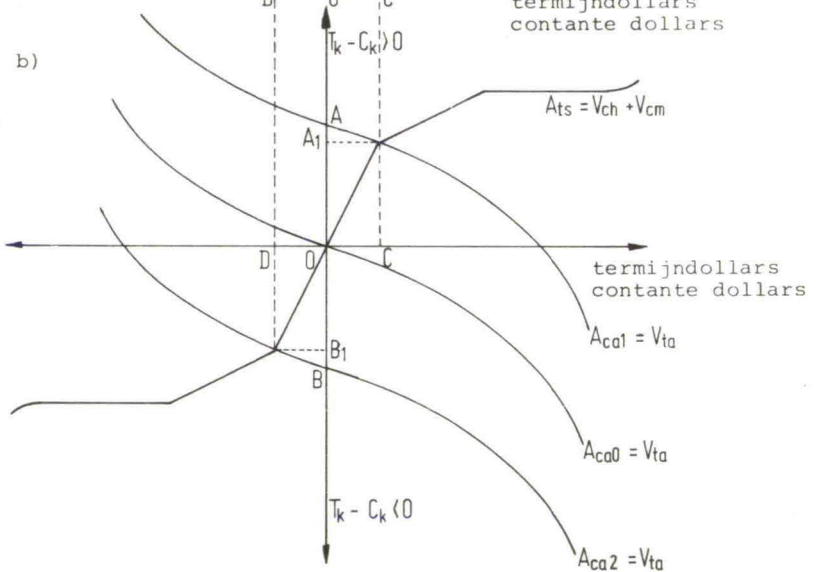
Voor zover monetaire autoriteiten alleen via de beïnvloeding van de binnenlandse rentestand het monetaire beleid uitvoeren is de beschikbare ruimte hiervoor, bij afwezigheid van valutaspeculatie, bepaald door de flexibiliteit in de contante koersen. Aan de hand van grafiek IV.11 zal een en ander worden toegelicht.

grafiek IV.11.

a)



b)



Uitgaande van een evenwichtssituatie²⁶⁾ waarin $R_a = R_b$ en $C_{k0} = T_{k0}$,

26) Het is uiteraard niet noodzakelijk dat in de uitgangssituatie $R_a = R_b$ en $C_k = T_k$.

zal een rentestijging in land A met $\frac{OA}{C_{k1}}$ gepaard gaan met een verschuiving van de curve $A_{cao}=V_{ta}$ naar $A_{ca1}=V_{ta}$. In de nieuwe evenwichtssituatie doet de termijndollar een agio ter grootte van OA_1 hetgeen overeenkomt met de koersen C_{k1} , respectievelijk T_{k1} . De kapitaalimport bedraagt OC en het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans is hieraan gelijk. Er resulteren derhalve geen betalingsbalansoverschotten die het verkrappende monetaire beleid ondermijnen en in dit opzicht is het beleid dan ook effectief. De met de renteverhoging gepaard gaande appreciatie van de valuta van land A vormt bovendien een belangrijk ondersteunend element voor het monetaire beleid. Aannemende dat de gegeven monetaire politiek ten doel heeft de binnenlandse bestedingen af te remmen, levert de appreciatie van de valuta A, als gevolg van de kapitaalimport, hiervoor een belangrijke bijdrage door de exportremmende en de importstimulerende invloed van de bedoelde appreciatie, binnen de gegeven schommelmarge voor de contante koers.

Overeenkomstig het voorgaande is het monetaire beleid eveneens effectief indien dit gericht is op een verlaging van de binnenlandse rentestand om de bestedingen te stimuleren. Uitgaande van de evenwichtssituatie bij $R_a=R_b$, zal een verlaging van R_a met $\frac{OB}{C_{k2}}$ gepaard gaan met een verschuiving van de curve $A_{cao}=V_{ta}$ naar $A_{ca2}=V_{ta}$. In de nieuwe evenwichtssituatie resulteert er een disagio van de termijndollar van OB_1 en bedraagt de contante koers C_{k2} en de termijnkoers T_{k2} . Het tekort op de kapitaalrekening van de betalingsbalans bedraagt OD en het overschot op de lopende rekening is hieraan gelijk. Door de renteverlaging treden er dus geen betalingsbalanstekorten op die de effectiviteit van het beleid aantasten. De met de rentedaling opgeroepen depreciatie van de valuta van land A stimuleert verder de export van goederen en diensten en vormt een remmende factor voor de importen. Aldus ondersteunt deze depreciatie het monetaire beleid.

Als $R_a = R_b + \frac{OA}{C_{k1}}$, dan zal een verdere verhoging van de rente in land A niet meer gepaard gaan met een appreciatie van de valuta A en aldus ook geen directe invloed uitoefenen op de lopende rekening van de betalingsbalans. Er zullen dan echter wel additionele kapitaalimporten ontstaan, waardoor er een overschot op de betalingsbalans resulteert, de liquiditeitenmassa in land A toeneemt en de liquiditeit van het bankwezen vergroot wordt. Daarmee geraakt het monetaire beleid in een ineffectieve fase en is niet meer geschikt om het binnenland een bestedingsremmende invloed uit te oefenen.

Overeenkomstig het voorgaande wordt het monetaire beleid ongeschikt als een mogelijke stimulerende factor voor de bestedingen in land A als $R_a = R_b - \frac{OB}{C_{k2}}$.

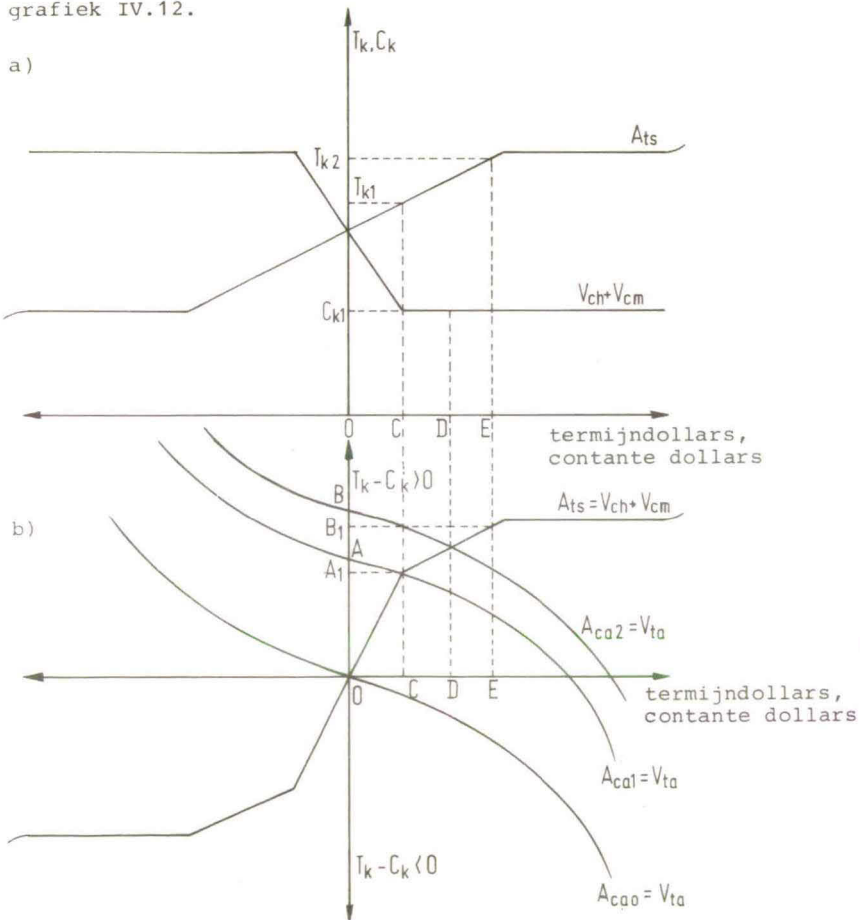
De aldus bepaalde grenzen voor het monetaire beleid kunnen verruimd worden indien de centrale bank bereid en in staat is om het beleid te ondersteunen met valutatermijnpolitiek. De mogelijkheid hiervoor is aanwezig in het geval $R_a = R_b + \frac{OA}{C_{k1}}$ de termijankoers van de dollar nog niet zijn hoogste waarde heeft bereikt, en omgekeerd, als bij $R_a = R_b - \frac{OB}{C_{k2}}$ de termijankoers nog niet zijn minimale waarde heeft aangenomen.

Indien $R_a = R_b + \frac{OA}{C_{k1}}$ zal een verdere renteverhoging in A niet leiden tot additionele kapitaalimporten, mits hiermee geen vergroting van het netto-renteverschil ten gunste van land A plaats vindt. Dit is het geval als de stijging van het agio van de termijndollar gelijk is aan de stijging van de binnenlandse rente, hetgeen te realiseren is door valutatermijnpolitiek. Indien de monetaire autoriteiten bij een verdere verhoging van de rente ervoor zorgen dat het agio van de termijndollar toeneemt, overeenkomstig de rentestijging, door termijndollars te vragen, zal er geen vergroting van de kapitaalimport optreden. De mogelijke stijging van het agio is echter beperkt omdat het aanbod van termijndollars door speculanten bij een termijankoers die gelijk is aan de hoogst mogelijke

contante koers, volledig elastisch is. Daarom is het slechts zinvol voor de monetaire autoriteiten om valutatermijnpolitiek te bedrijven totdat de termijenkoers een fractie onder de hoogst denkbare contante koers ligt.

De betekenis van valutatermijnpolitiek kan op eenvoudige wijze worden aangegeven met behulp van grafiek IV.12.

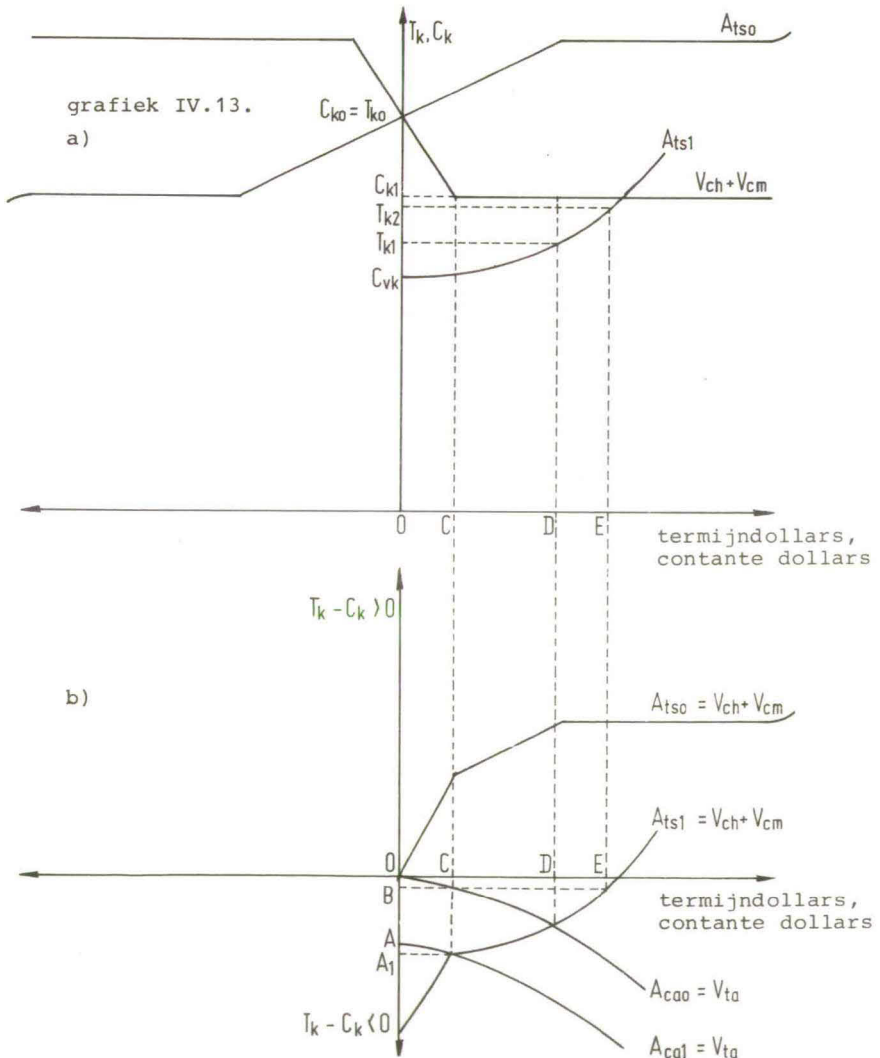
grafiek IV.12.



Uitgaande van een evenwicht op de valutamarkt bij een agio van de termijndollar van OA_1 , hetgeen correspondeert met de koersen C_{k1} en T_{k1} , zal een renteverhoging, die niet gepaard gaat met valutatermijnpolitiek, resulteren in een betalingsbalansoverschot en derhalve met een toename van de deviezenreserves en de geldhoeveelheid. Als de rente in land A stijgt met $\frac{AB}{C}$, zal de termijnkoers moeten stijgen met A_1B_1 namelijk C_{k1}^1 van T_{k1} tot T_{k2} , om te voorkómen dat er een overschot op de betalingsbalans ontstaat. De centrale bank dient dan te zorgen voor een volledig elastische vraag naar termijndollars bij de koers T_{k2} , die een fractie beneden de hoogst mogelijke contante koers ligt. Bij een agio van de termijndollar van OB_1 bedraagt de kapitaalimport OC . De vraag naar termijndollars door rente-arbitrageanten is hieraan gelijk. Bij de koers T_{k2} is het aanbod van termijndollars door de valutaspeculanten echter OE . De monetaire autoriteiten dienen derhalve termijndollars te vragen voor een bedrag CE , ter voorkoming van een kapitaalimport en een overschot op de betalingsbalans ter grootte van CD .

Gezien het feit dat de kortlopende internationale kapitaalbewegingen omkeerbaar zijn, en daardoor op korte termijn kunnen leiden tot relatief omvangrijke mutaties in de koersen, binnen een gegeven schommelmarge, c.q. tot grote veranderingen in de officiële reserves, is het mogelijk dat met de valutatermijnpolitiek getracht wordt om korte kapitaalbewegingen te voorkómen, ook indien deze geen directe invloed zouden uitoefenen op de binnenlandse monetaire situatie. De mogelijkheid hier-
tie is geheel afhankelijk van de concrete uitgangssituatie. Zolang de termijnkoers nog niet zijn hoogste (laagste) waarde heeft bereikt zijn er mogelijkheden om kortlopende kapitaalimporten (kapitaalexporten) te voorkomen bij een binnenlandse rentestijging (rentedaling), mits de monetaire autoriteiten met behulp van valutatermijnpolitiek ervoor zorgen dat de termijnkoers een stijging (daling) vertoont, die overeenkomt met de hogere (lagere) binnenlandse rente.

In het voorgaande zijn de mogelijkheden en de grenzen aangegeven voor het monetaire beleid onder de veronderstelling dat de valutaspeculanten geen devaluatie of revaluatie van de valuta van land A verwachten. Indien dit wel het geval is zal de speculatiecurve uiteraard een ander verloop hebben dan in grafiek IV.12. is aangegeven. De grenzen en de mogelijkheden voor het monetaire beleid in het geval dat de speculanten een revaluatie van valuta A verwachten, zullen worden aangegeven met behulp van grafiek IV.13.



Als er in de uitgangssituatie evenwicht op de valutamarkt heerst bij koersen C_{ko} en T_{ko} , dan zal door het ontstaan van een revaluatieverwachting voor valuta A, de speculatie-curve A_{tso} van vorm veranderen en in benedenwaartse richting verschuiven (A_{ts1}), zodanig dat op het snijpunt met de verticale as in IV.13.a. geldt dat $C_{vk} = T_k$. Indien de monetaire autoriteiten een passieve houding aannemen zal evenwicht op de valutamarkt bestaan bij de koersen C_{k1} en T_{k1} , waarbij er een kapitaalimport ontstaat ter grootte van OD en een betalingsbalansoverschot van CD. Als de monetaire autoriteiten het bedoelde overschot op betalingsbalans willen voorkomen, is het noodzakelijk om de binnenlandse rente te verlagen en wel met $\frac{OA}{C_{k1}}$. Hierdoor verschuift de $A_{cao} = V_{ta}$ -curve naar $A_{ca1} = V_{ta}$ waarbij de kapitaalimport OC bedraagt, die gelijk is aan het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans. Als de monetaire autoriteiten echter niet bereid zijn om de binnenlandse rente te verlagen, dan kan met behulp van valutatermijnpolitiek een betalingsbalansoverschot als gevolg van de verwachte revaluatie voorkomen worden. De maximaal toegestane kapitaalimport, die mogelijk is zonder dat er een betalingsbalansoverschot resulteert, bedraagt OC, die bereikt wordt indien het disagio van de termijndollar OB bedraagt, hetgeen bij C_{k1} overeenkomt met een termijnkoers van T_{k2} . Bij deze termijnkoers bedraagt het aanbod van termijndollars door speculanten OE en de vraag naar termijndollars door arbitrageanten bedraagt dan OC. Om een koers van T_{k2} te handhaven is het derhalve noodzakelijk dat de monetaire autoriteiten termijndollars vragen voor een bedrag CE, waardoor een kapitaalimport en overschot op de betalingsbalans ter grootte van CD wordt voorkomen.

3.3. Beperkingen.

In de voorgaande subparagraaf kwam, bij een nadere uitwerking van het model van Neldner, naar voren, waar de grenzen gelegen zijn voor een autonoom monetair beleid. Hierbij bleek de flexibiliteit van de wisselkoersen van fundamentele betekenis.

Bij de afwezigheid van valutaspeculatie en bij volkomen vaste wisselkoersen hebben individuele monetaire autoriteiten geen ruimte voor het voeren van een monetair politiek bij een hoge mate van internationale kapitaalmobiliteit. Een beleid gericht op liquiditeitsverkrapping in het binnenland zal dan immers aanleiding geven tot kapitaalimporten, die het beleid ondermijnen, en omgekeerd zullen kapitaalexporten een politiek, die gericht is op liquiditeitsverruiming, kunnen aantasten. Naarmate de flexibiliteit in de wisselkoersen echter groter is, zijn er ook ruimere mogelijkheden aanwezig voor het voeren van een zelfstandige monetaire politiek, waarvan de effectiviteit nog wordt vergroot door de kortlopende internationale kapitaalbewegingen, zolang de grenzen van de schommelmarge in de wisselkoersen nog niet bereikt zijn. Een beleid dat gericht is op een verhoging (verlaging) van de binnenlandse rente ter beperking (stimulering) van de binnenlandse bestedingen, zal dan worden ondersteund door de met de kapitaalimporten (kapitaalexporten) gepaard gaande appreciatie (depreciatie) van de binnenlandse valuta. Het is daarnaast mogelijk, zoals in IV.3.2 is aangegeven, dat met behulp van de valutatermijnpolitiek de effectiviteit van het monetaire beleid nog kan worden vergroot als de contante koers eerder zijn grenzen bereikt dan de termijnkoers.

De gegeven conclusies zijn vanzelfsprekend alleen geldig binnen het kader van het aan Neldner ontleende model, dat betrekking heeft op een zeer korte termijn. Er is daarbij voortdurend uitgegaan van evenwicht op de betalingsbalans in de uitgangssituatie en aan de hand daarvan is de ruimte aangegeven, die voor de monetaire autoriteiten aanwezig is, om de binnenlandse monetaire invloed van de kortlopende internationale kapitaalbewegingen tegen te gaan of te beperken. Indien de handelaren en de speculanten kunnen switchen tussen de contante markt en de termijnmarkt betekent dit dat de kapitaalmobiliteit groter is dan in het model naar voren komt. De handelaren beschikken immers over liquide middelen op het moment dat zij importeren en ontvangen liquide middelen op

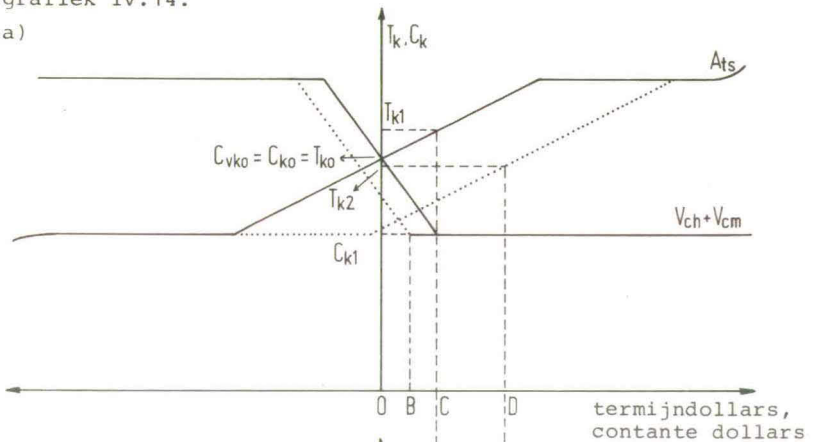
het moment van export. Hierdoor kunnen zij tevens als rente-arbitrageant optreden. Voor zover de valutaspeculanten beschikken over liquide middelen geldt hetzelfde. Zij hebben dan de keuze om te speculeren via de contante markt of via de termijnmarkt. Uitgaande van een situatie waarbij er geen netto-renteverschillen bestaan, zal een verhoging van de binnenlandse rente in land A resulteren in een kapitaalimport door arbitrageanten. Het is dan echter ook voor exporteurs in het buitenland aantrekkelijk om de ontvangen middelen in land A te beleggen en op de Eurodollarmarkt krediet op te nemen om hun transactiekassen op het gewenste peil te houden. Indien de valutaspeculanten over liquide middelen beschikken kan de genoemde renteverhoging voor hen een aanleiding zijn om via een belegging in land A, en niet via de termijnmarkt, hun eventuele winst te realiseren. Voor zover hiermee rekening wordt gehouden is de aanbodcurve van arbitragefondsen elastischer, en de mate van internationale kapitaal-mobiliteit dus ook groter dan naar voren is gekomen in het model dat we hebben gebruikt. Daarmee is de ruimte voor een afwijking van de binnenlandse rentestand, in vergelijking met die op de Eurodollarmarkt, geringer dan eerder is geconcludeerd.

Er is verder verondersteld dat het monetaire beleid in land A geen invloed heeft op de netto-vraag naar dollars door de handelaren en ook geen invloed heeft op het gedrag van de valutaspeculanten. Het is echter mogelijk dat door een bepaalde monetaire politiek, de netto-vraagcurve naar dollars van de handelaren en de aanbod-curve van termijn-dollars van de speculanten zal verschuiven. Een relatief stringent monetair beleid in het binnenland kan, geheel afgezien van de veranderingen in het gedragspatroon van de handelaren en speculanten zoals in de vorige alinea is aangegeven, de netto-vraagcurve naar dollars van de handelaren in benedenwaartse richting doet verschuiven, vanwege het bestedingsremmende effect van een dergelijk beleid. De genoemde politiek kan bovendien invloed hebben op de verwachtingen van de speculanten ten aanzien

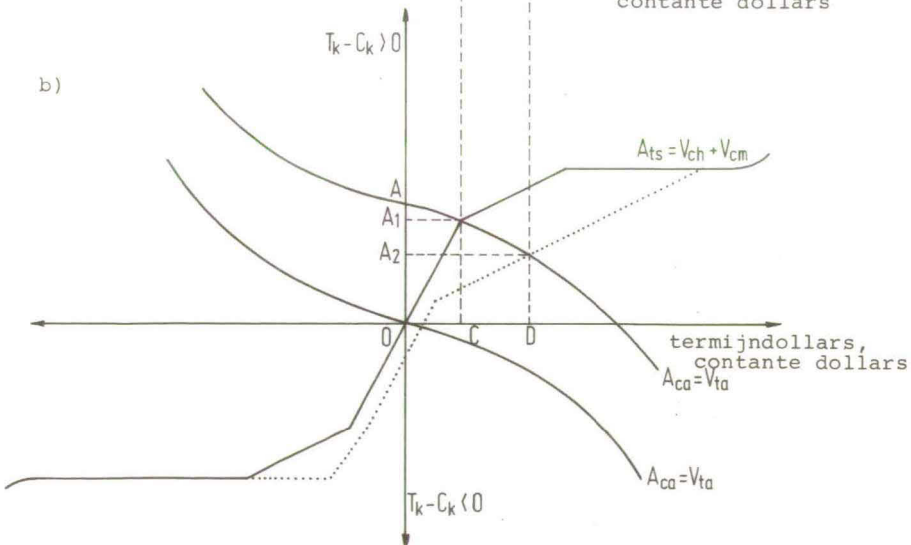
van de toekomstige koers op de contante markt. Een monetair beleid gericht op verkrapping in het binnenland kan voor speculanten een aanleiding zijn om hun verwachtingen ten aanzien van de toekomstige contante koers te herzien, in die zin dat deze lager wordt, dan wel dat de risicograad met betrekking tot de initiële verwachte contante koers geringer wordt. Voor zover de bedoelde effecten optreden wordt de effectieve ruimte voor het monetaire beleid geringer, zoals in grafiek IV.14. is aangegeven.

grafiek IV.14.

a)



b)



Uitgaande van een situatie waarbij $R_a = R_b$, en $C_{vko} = C_{ko} = T_{ko}$, zal een verhoging van R_a met $\frac{OA}{C_{k1}}$, gepaard gaan met een verschuiving van de $A_{ca} = V_{ta}$ -curve in bovenwaartse richting. Indien de A_{ts} - en de $V_{ch} + V_{cm}$ -curve in IV.14.a. hierdoor niet beïnvloed worden, blijft de betalingsbalans in evenwicht bij een agio van de termijndollar van OA_1 , hetgeen overeenkomt met de koersen C_{k1} en T_{k1} . Als echter onder invloed van het stringenter monetaire beleid de A_{ts} -curve en de $V_{ch} + V_{cm}$ -curve gaan verschuiven, zoals is aangegeven door stippellijnen in de betreffende curves in IV.14.a., resulteert er een evenwicht op de valutamarkt, waarbij het agio van de termijndollar OA_2 bedraagt bij een termijnkoers van T_{k2} en een contante koers van C_{k1} . Het betalingsbalansoverschot bedraagt in dat geval echter BD. Met andere woorden, indien een krappere monetaire politiek tevens invloed heeft op het gedragspatroon van de handelaren en de speculanten op de aangegeven wijze, komt het beleid eerder in een ineffektieve fase en is de ruimte voor een zelfstandige monetaire politiek geringer.

Het gebruikte model heeft verder betrekking op een zeer korte termijn. Binnen deze periode is het voor een land mogelijk om zich, bij de gegeven schommelmarge in de wisselkoersen, geheel of ten dele te onttrekken aan de verstorende invloeden van de kortlopende kapitaalbewegingen op de binnenlandse monetaire situatie. Bij een systeem van min of meer vaste wisselkoersen is deze mogelijkheid op langere termijn echter niet aanwezig. Noch het monetaire beleid, noch een dit beleid ondersteunende valutatermijnpolitiek zijn in staat om fundamentele onevenwichtigheden te voorkomen of op te heffen.

De monetaire autoriteiten worden geconfronteerd met een dilemma, indien vanuit binnenlandse overwegingen een hoge (lage) rentestand gewenst is, terwijl voor de doelstelling van betalingsbalansevenwicht een lage (hoge) rentevoet wenselijk is. In het algemeen zal dit het geval zijn bij een spanning op de arbeidsmarkt (werkloosheid) enerzijds en een overschot (tekort) op de lopende rekening of "basic balance" anderzijds. Een dergelijke situatie is echter een aanduiding voor het

bestaan van een fundamentele onevenwichtigheid. Het I.M.F. stelt in dit verband het volgende: "Where conflict of this kind does exist, with internal and external consideration pulling in opposite directions as regards domestic stabilization measures, this conflict itself, ... may indicate a fundamental disequilibrium".²⁷⁾ Voor zover een monetair beleid gericht is op binnenlandse doelstellingen in een dergelijke situatie, op korte termijn succes heeft, kan het echter de fundamentele onevenwichtigheid op langere termijn vergroten. In dat geval namelijk zullen er overschotten (tekorten) op de lopende rekening of op de "basic balance" ontstaan, waardoor de deviezenreserves zullen toenemen (dalen), ook als de kortlopende kapitaalbewegingen voorkomen of beperkt kunnen worden door de valutatermijnpolitiek. De mogelijkheden van een valutatermijnpolitiek zijn in dit verband echter zeer gering. In het geval van een conflictsituatie tussen de binnenlandse doelstellingen van het monetaire beleid en de doelstelling van het betalingsbalansevenwicht, leidt de valutatermijnpolitiek tot een verscherping van dit dilemma en moet de wenselijkheid van een dergelijk beleid zonder meer in twijfel worden getrokken. Vervolgens is de valutatermijnpolitiek alleen mogelijk ten aanzien van de kapitaalbewegingen waarbij het valutarisico gedekt wordt op de termijnmarkt. Het is echter denkbaar dat er omvangrijke ongedekte kapitaalbewegingen plaats vinden, waarop de valutatermijnpolitiek geen invloed kan uitoefenen, met name de kapitaalbewegingen op middellange en lange termijn. Als de valutatermijnpolitiek door vele monetaire autoriteiten op grote schaal wordt bedreven, is bovendien een verregaande coördinatie van het beleid tussen de monetaire autoriteiten in verschillende landen noodzakelijk om te voorkomen, dat de politiek doorkruist wordt door de interventies op de termijnmarkt in het buitenland. Het komt ons dan ook voor dat de valutatermijnpolitiek met name een geschikt instrument is om een binnenlands monetair beleid te ondersteunen, waarbij er duidelijk geen

27) International Monetary Fund, *The Role of Exchange Rates in the Adjustment of International Payments*, 1970, blz. 49.

sprake is van een conflictsituatie tussen de doelstellingen van intern en extern evenwicht. Daarnaast kan de valutatermijnpolitiek een geschikt instrument zijn om de gevolgen van een ongemotiveerde valutaspeculatie tegen te gaan. Zonder interventie is het immers denkbaar dat de verwachtingen van de speculanten gerealiseerd worden, terwijl een devaluatie of een revaluatie in de ogen van de monetaire autoriteiten niet noodzakelijk of gewenst is. In de jaren zestig is de valutatermijnpolitiek in enkele landen op vrij grote schaal toegepast als een instrument ter ondersteuning van het binnenlandse monetaire beleid. Gezien de beperkte mogelijkheden voor de valutatermijnpolitiek zijn er daarnaast in vele landen selectieve maatregelen gehanteerd om de gevolgen van de internationale kortlopende kapitaalbewegingen te beperken of te voorkomen. In de volgende subparagraaf zullen we op de bedoelde valutatermijnpolitiek en de selectieve maatregelen in het kort ingaan.

3.4. *Valutatermijnpolitiek en selectieve maatregelen ten aanzien van het kortlopende kapitaalverkeer in enkele Europese landen.*

In de eerste paragraaf van dit hoofdstuk hebben we gezien dat de Eurodollarmarkt de mobiliteit van het internationale kortlopende kapitaalverkeer heeft vergroot. Met behulp van het model van Neldner is vervolgens aangegeven onder welke omstandigheden de kortlopende kapitaalbewegingen invloed kunnen uitoefenen op de monetaire situatie en het monetaire beleid in een land. Daarbij bleek dat onder bepaalde veronderstellingen de valutatermijnpolitiek een instrument kan zijn om de internationale kapitaalbewegingen te beïnvloeden. Voor zover de monetaire autoriteiten de valutatermijnpolitiek hebben gebruikt ter beïnvloeding van internationale geldbewegingen, heeft dit meestal plaats gevonden in de vorm van swap overeenkomsten met de algemene banken en wel in de volgende landen:

West-Duitsland, Italië en Zwitserland en in mindere mate in Nederland.²⁸⁾ Daarnaast hebben ook de Britse monetaire autoriteiten in de jaren 1964 tot en met 1967 regelmatig op de valutatermijnmarkt geïntervenieerd.²⁹⁾ Met betrekking tot West-Duitsland kan gesteld worden dat de swap overeenkomsten in de jaren zestig tussen de centrale bank en de algemene banken voortdurend gericht zijn geweest op het bevorderen van de kapitaalexport van de algemene banken. Hiertoe kochten de algemene banken dollars van de centrale bank, terwijl deze laatste de middelen op termijn terugkocht tegen een voor de algemene banken aantrekkelijke termijenkoers. Voor de Duitse monetaire autoriteiten vormde de belangrijkste doelstelling het voorkomen van een ongewenste kredietexpansie in het binnenland. Mills stelt in dit verband het volgende: "In making a swap facility available to the banks, a primary objective has been to promote domestic monetary stability by syphoning off excess liquidity in the banking system".³⁰⁾ Deze swap overeenkomsten hebben niet altijd het beoogde doel bereikt. De oorzaak hiervan is het feit dat de Duitse monetaire autoriteiten niet opereerden op de open termijnmarkt, maar op een afgescheiden deelmarkt, waarop alléén de algemene banken de tegenpartij voor de centrale bank vormden. Hierdoor werd voor de banken kapitaalexport (belegging op de Eurodollarmarkt) met behulp van bij de monetaire autoriteiten gekochte dollars aantrekkelijk. Tegelijkertijd echter bleef de kapitaalimport doorgaan, gezien de internationale rentestanden en het disagio van de termijndollar op de vrije markt. Het effect van de bancaire kapitaalexport werd hierdoor geheel of ten dele teniet gedaan. Een en ander is relevant in

28) Communautés Européennes, Comité Monétaire, *La politique monétaire dans les pays de la Communauté économique européenne, Institutions et instruments*, 1972, blz. 71 en 72 en R.H. Mills, Jr. *The Regulation of Short-Term Capital Movements in Major Industrial Countries*, 1972, blz. 19 tot en met 25.

29) E.B. Chalmers (ed.) *Forward Exchange Intervention, The British Experience 1964-1967*, 1971, blz. 72 tot en met 81.

30) Mills, blz. 19.

het begin, als ook op het einde van de zestiger jaren.³¹⁾ Mills zegt in dit verband: "...while placing abroad the dollars acquired by swaps they (de banken) could borrow abroad, sell the borrowed dollars spot, and repurchase them forward at a large enough discount to earn them a profit."³²⁾ Op bovengenoemde wijze is de effectiviteit van de bedoelde swap-politiek beperkt. Mede vanwege het aldus beperkte succes van de swap-politiek hebben de Duitse monetaire autoriteiten in 1970 en 1971 alléén op de vrije termijnmarkt geïntervenierd in de strijd tegen de speculatie op een revaluatie van de mark.³³⁾

De swap-politiek van de Italiaanse monetaire autoriteiten in het begin der jaren zestig, heeft over het algemeen als doelstelling gehad om het Italiaanse bankwezen van dollars te voorzien om de binnenlandse kredietverlening, met name in dollars, te stimuleren, zonder dat hierdoor de netto-schuld van de algemene banken aan het buitenland (in de ogen van de monetaire autoriteiten) tot een te hoog niveau opliep.³⁴⁾ In de tweede helft der zestiger jaren is het Italiaanse swap-beleid vooral bepaald door de concrete binnenlandse monetaire situatie. De nadruk ligt vaak op het tegengaan van kapitaalexport door banken en tegelijkertijd het stimuleren van de binnenlandse kredietexpansie, indien dit wenselijk werd geacht door de monetaire autoriteiten.³⁵⁾

De swaptransacties van de Zwitserse monetaire autoriteiten in de jaren zestig zijn, evenals in Duitsland, voortdurend gericht geweest op het bevorderen van de buitenlandse uitzettingen van de Zwitserse banken om een ongewenste binnenlandse kredietexpansie te voorkomen.³⁶⁾

31) Neldner, blz. 143.

32) Mills, blz. 21.

33) Communautés Européennes, blz. 112.

34) Mills, blz. 22.

35) Mills, blz. 23 en 24 en Communautés Européennes, blz. 245.

36) Mills, blz. 24 en M. Gilbert, W. Mc Clam, Regulations and Policies Relating to the Eurocurrency Market, in Prochnow (ed.), blz. 403.

De swaptransacties die de Nederlandsche Bank, vooral na 1965, heeft afgesloten met de algemene banken, hebben meestal als doel gehad om de binnenlandse geldmarkt te verruimen of te verkrappen. In de periode na 1958 hebben de Nederlandse algemene banken voortdurend een relatief omvangrijke netto buitenlandse actief positie aangehouden.³⁷⁾ Bij een sterke verkrapping van de binnenlandse geldmarkt werd een gedeelte van de kortlopende buitenlandse beleggingen gerepatrieerd. Tegelijkertijd echter leidde dit tot een vergroting van de vraag naar termijndollars om het valutarisico uit te sluiten, waardoor het disagio (agio) van de termijndollar daalde (steeg), waardoor een tendens ontstond dat de rente op de binnenlandse geldmarkt hoog bleef.³⁸⁾ Door swap-transacties met de algemene banken af te sluiten, die inhielden dat de Nederlandsche Bank de van de algemene banken gekochte dollars, weer op termijn terug verkocht, werd de bedoelde invloed op de binnenlandse geldmarktrente voorkomen.³⁹⁾ Daarnaast heeft de Nederlandsche Bank met name in perioden van valuta-onrust, waarbij de deviezenreserves sterk toenamen, geïntervenieerd door aankoop van termijndollars, om de kapitaalexport te bevorderen om aldus een te omvangrijke verruiming van de binnenlandse geldmarkt te voorkomen.⁴⁰⁾

De Bank of England heeft in de periode van 1965-1968 regelmatig op de valutatermijnmarkt geïntervenieerd om te voorkomen dat door de speculatie tegen het pond, omvangrijke kortlopende kapitaalexporten zouden optreden, die de speculatie nog zouden kunnen versterken.⁴¹⁾ Met de devaluatie van het pond in november 1967 kwam tevens een einde aan de valutatermijnpolitiek van de Britse monetaire autoriteiten.⁴²⁾

37) De Nederlandsche Bank, *De instrumenten van de monetaire politiek in Nederland*, 1973, bijlage 16, blz. 17.

38) De Nederlandsche Bank, blz. 38 en 39.

39) De Nederlandsche Bank, blz. 39.

40) De Nederlandsche Bank, blz. 39.

41) Chalmers, blz. 10 en 11 en blz. 72 e.v.

42) Chalmers, blz. 11.

In Duitsland, Italië en Engeland is in de jaren zestig de valutatermijnpolitiek door de monetaire autoriteiten op vrij grote schaal gebruikt. In het eerstgenoemde land vormde de belangrijkste doelstelling de bevordering van de kapitaalexport, terwijl in het laatstgenoemde land het voorkómen van een devaluatie voorop heeft gestaan. In dit opzicht moet het beleid in deze twee landen echter als een mislukking worden beschouwd. In Duitsland immers heeft de door het swapbeleid opgeroepen kapitaalexport van de banken tevens geresulteerd in additionele kapitaalimporten. Ook de devaluatie van het pond is niet achterwege gebleven, ondanks de zeer omvangrijke steunacties voor het pond die door Bank of England via de termijnmarkt zijn ondernomen.⁴³⁾

In de meeste landen echter ligt ten aanzien van de regulering van de kortlopende internationale kapitaalbewegingen de nadruk op selectieve bepalingen. Dit feit moge een uitdrukking zijn voor de onmogelijkheid of de ongewenstheid voor de autoriteiten, om de monetaire invloed van de bedoelde kapitaalbewegingen met de meer globale beleidsinstrumenten tegemoet te treden. In het onderstaande zal een kort overzicht worden gegeven van de belangrijkste selectieve controlemaatregelen die in een aantal landen gehanteerd zijn of worden, om de ongewenste internationale kapitaalbewegingen te beperken of tegen te gaan.⁴⁴⁾ De verschillende selectieve bepalingen kunnen betrekking hebben op de banken en op niet-banken en kunnen erop zijn gericht om de kapitaalimporten te beperken (kapitaalexporten te stimuleren) dan wel kapitaalexporten te belemmeren (kapitaalimporten te bevorderen). De maatregelen die voor de algemene banken gelden zijn te onderscheiden in de volgende groepen:

43) Chalmers schat dat, op het moment van de devaluatie in november 1967, de termijnverplichtingen van de Bank of Engeland een omvang hadden van meer dan £2000 miljoen, (gezien het met de interventie verbonden devaluatieverlies van £350 miljoen) terwijl in september 1967 waarschijnlijk geen officiële termijnverplichtingen bestonden (Chalmers, blz.11).

44) Er wordt hierbij geen rekening gehouden met de eventuele veranderingen of nieuwe maatregelen, die na medio 1972 zijn geïntroduceerd. Voor een volledig overzicht zij hier verwezen naar de studie van Mills.

- 1) De verplichting om kasreserves aan te houden ten opzichte van de schulden aan niet-ingezetenen.
- 2) Beperkingen voor de algemene banken ten aanzien van de netto-buitenlandse positie, dan wel restricties om hierin bepaalde veranderingen aan te brengen.
- 3) Verbodsbepalingen met betrekking tot de rentevergoeding over de deposito's in handen van niet-ingezetenen, dan wel beperkingen om nieuwe rekeningen te openen of bestaande tegoeden te verlengen.

De maatregel onder 1) is toegepast in Duitsland en Zwitserland in de jaren zestig en het begin der zeventiger jaren.⁴⁵⁾ Het gemiddeld aan te houden reservepercentage door de Duitse banken tegenover de deposito's (zowel in marken als in andere valuta's) in handen van niet-ingezetenen, is meestal hoger geweest dan voor verplichtingen aan ingezetenen.⁴⁶⁾ De belangrijkste doelstelling van de differentiatie in de voorgeschreven kaspercentages was het voorkomen c.q. beperken van de mogelijkheden voor de Duitse banken om middelen vanuit het buitenland aan te trekken. Het genoemde instrument is bovendien gebruikt om de kapitaalexport van banken te bevorderen door het in 1961 geïntroduceerde "offset right". Dit hield in dat de algemene banken slechts reserves behoefden aan te houden tegenover het verschil tussen de buitenlandse verplichtingen en de buitenlandse voordeelingen.⁴⁷⁾ Na 1969 zijn de mogelijkheden om van dit compensatierecht gebruik te maken verminderd om de speculatie op een revaluatie van de mark tegen te gaan. Immers ook als de in het buitenland opgenomen middelen door de banken niet in het binnenland werden gebruikt, was de mogelijkheid aanwezig dat de bedoelde middelen weer teruggevoerd werden naar Duitsland.

45) Mills, blz. 8 tot en met 16 en Communautés Européennes, blz. 72.

46) Mills, blz. 8. Zie ook D.R. Hodgman, *Eurodollars and National Monetary Policy*, z.j., blz. 18.

47) Mills, blz. 8.

In Zwitserland is in de jaren zestig en eveneens in het begin der zeventiger jaren, een systeem van verplichte kaspercentages voor de algemene banken gehanteerd, dat veel overeenkomst vertoont met het in Duitsland gebruikte, om te voorkomen dat vanuit het buitenland afkomstige middelen werden gebruikt om de kredietverlening in het binnenland uit te breiden.⁴⁸⁾

Een systeem waarbij op de netto-buitenlandse positie van het bankwezen wordt gereguleerd, is tijdelijk dan wel permanent gehanteerd in Italië, Nederland, Zweden, en Frankrijk. In Italië zijn de bepalingen met betrekking tot de netto-buitenlandse positie van de banken in de loop van de tijd nogal aan veranderingen onderhevig geweest, afhankelijk van de binnenlandse monetaire situatie en de betalingsbalanspositie. Soms is er een verbod geweest om een netto-schuldpositie ten opzichte van het buitenland te bezitten, en soms zijn bancaire kapitaalimporten bevorderd.⁴⁹⁾ In Nederland bestaat er sinds 1964 een verbod voor de algemene banken om een netto schuldpositie ten opzichte van het buitenland te bezitten. De doelstelling hiervan is volgens de Nederlandsche Bank .."om een grens te stellen aan de mogelijkheden voor de Nederlandse banken om in het buitenland middelen op te nemen voor de financiering van een betalingsbalansstekort".⁵⁰⁾ Eenzelfde bepaling als in Nederland is eveneens voortdurend in Zweden van kracht geweest.⁵¹⁾ In Frankrijk en België zijn in 1971 tijdelijk voorschriften uitgevaardigd waarbij het aan de algemene banken verboden werd om veranderingen aan te brengen in de bestaande netto-positie ten opzichte van het buitenland.⁵²⁾

Verbodsbepalingen voor banken met betrekking tot het vergoeden van rente over deposito's van niet-ingezetenen zijn gehanteerd in Duitsland, Zwitserland, Frankrijk, Nederland en Engeland.⁵³⁾ Een enkele keer is aan de algemene banken ook de ver-

48) Mills, blz. 14 tot en met 16.

49) Mills, blz. 25 en 26.

50) De Nederlandsche Bank, blz. 11.

51) Mills, blz. 27.

52) Mills, blz. 28 en 29.

53) Mills, blz. 34 tot en met 37.

plichting opgelegd om een negatieve rente in rekening te brengen over deposito's in binnenlandse valuta die werden aangehouden door niet-ingezetenen (Zwitserland, Nederland).

De beperkingen voor de niet-banken die gehanteerd zijn of worden, kunnen onderscheiden worden in de volgende groepen:

- a) De verplichting om kasreserves aan te houden tegenover in het buitenland opgenomen kredieten. Dit systeem is in maart 1972 in Duitsland geïntroduceerd bij de invoering van de "Bardepotplicht". Deze houdt in dat ondernemingen, tegenover de kredieten die zij in het buitenland opnemen, een kasreserve moeten aanhouden bij de Duitse centrale bank tot maximaal 50% van het kredietbedrag.⁵⁴⁾
- b) Deviezenrestricties. In dit opzicht zijn de deviezenregimes in Duitsland, Zwitserland en België de meest liberale, terwijl in een aantal overige landen (Frankrijk, Engeland, Italië en Zweden) meestal vrij stringente restricties gehanteerd worden.⁵⁵⁾ Alleen de kapitaalbewegingen die direct verbonden zijn met de internationale goederen- en dienstentransacties genieten meestal een grote vrijheid. Het zuiver financiële kortlopende kapitaalverkeer van de niet-banken in laatstgenoemde landen is echter onderhevig aan vergunningenstelsels.

De bovengenoemde selectieve maatregelen kan men zien als een aanvulling op de meer globale instrumenten van monetaire politiek in de afzonderlijke landen, om internationale kortlopende kapitaalstromen te reguleren. Het is uitermate moeilijk een uitspraak te doen omtrent de effectiviteit van de genoemde restricties. Deze is namelijk niet alleen afhankelijk van de restricties als zodanig, maar ook van andere factoren. In dit verband valt te denken aan de mogelijkheden om de voorschriften te omzeilen vanwege de afwezigheid van een controle of -mogelijkheden daartoe, de verplaatsing van de internationale kapitaalbewegingen naar ongecontroleerde kanalen en het tijdstip waarop de restricties

54) *Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1971*, blz. 36.

55) Mills, blz. 50 tot en met 53.

worden geïntroduceerd en opgeheven. Verder dient men te bedenken dat ook de internationale verschillen in de aard van de restricties en in de mate waarin zij worden toegepast, belangrijke factoren kunnen zijn voor hun effectiviteit. Als een land maatregelen neemt om de kapitaalexport te bevorderen, terwijl tegelijkertijd in andere landen wordt getracht om de kapitaalimporten tegen te gaan, kunnen de beoogde doelstellingen niet of slechts in beperkte mate gerealiseerd worden. Door de genoemde factoren is het denkbaar, dat de effectiviteit van elke restrictie afzonderlijk, en van alle restricties gezamenlijk, relatief gering is, waardoor ook bij de aanwezigheid van selectieve maatregelen op grote schaal, het probleem van de kortlopende internationale kapitaalbewegingen voor de individuele monetaire autoriteiten blijft bestaan.

HOOFDSTUK V

DE CONTROLEPROBLEMATIEK VAN DE EUROSOLLARMARKT.

Inleiding.

In dit hoofdstuk komt de controleproblematiek van de Euro-dollarmarkt aan de orde. In V.1. wordt in dit verband ingegaan op het gevaar van een liquiditeitscrisis binnen het Eurodollar-systeem en de mogelijkheden om deze op te vangen. In V.2. worden de controlemotieven en -mogelijkheden vanuit een internationaal en vanuit een nationaal monetair oogpunt aangegeven.

1. De stabiliteit van de Eurodollarmarkt.

1.1. *Liquiditeitsrisico's.*

Binnen nationale monetaire systemen zijn de kredietinstellingen, waaronder de algemene banken, meestal onderworpen aan min of meer vergaande voorschriften ten aanzien van de liquiditeit en solvabiliteit. Hoewel de naleving van deze voorschriften niet altijd een garantie inhoudt voor de schuldeisers van de betreffende financiële instellingen, menen we te kunnen stellen dat in een ontwikkelde volkshuishouding de mogelijkheid voor een binnenlandse liquiditeitscrisis relatief gering is. Voor zover liquiditeitsproblemen niet door een individuele bank of door de algemene banken gezamenlijk opgelost kunnen worden, is de centrale bank van een land meestal bereid om als "lender of last resort" op te treden. Volgens een aantal auteurs is het gevaar van illiquiditeit van een individuele Eurobank, van de Eurobanken in een land en van het Eurobankwezen in zijn totaliteit, aanzienlijk groter dan in een nationaal kredietsysteem, met als gevolg dat het gevaar van een liquiditeitscrisis in het Eurodollarsysteem relatief groot is, terwijl de mogelijkheden om hieraan het hoofd te bieden relatief gering zijn.

De voor een individuele bank optredende liquiditeitsrisico's, die verbonden zijn met de Eurodollartransacties, zijn in de visie van Wayne Clendenning vooral het gevolg van het internationale karakter van de Eurodollarmarkt. Hij stelt dan ook "...it is difficult for an individual bank in any one country to determine

the soundness of their Euro-dollar borrowers. Although they can easily determine how much they have lent to any particular borrower, it is virtually impossible to tell how much that borrower has also borrowed from other banks either in the form of Eurodollars or in other currencies."¹⁾ Ook de met het internationale karakter samenhangende interbancaire kredietverlening op de Eurodollarmarkt, en de afwezigheid van een zekerheidsstelling bij Eurodollarkredieten, zijn in de ogen van de genoemde auteur meestal additionele risico-elementen voor een Eurobank die slechts een schakel in een kredietketen vormt.²⁾ Ook volgens Aschinger is een liquiditeitscrisis op de Eurodollarmarkt denkbaar, met name vanwege de mogelijkheid dat de gemiddelde looptijd van Eurodollarkredieten langer is dan die van de Eurodollardeposito's. Deze auteur stelt namelijk het volgende: "Es besteht jedoch der dringende Verdacht, dass ein wesentlicher Teil der kurzfristigen Eurogelder schliesslich mittel- und lang-fristig investiert wird. Erschwerend kommt hinzu, dass der Endbenützer die Eurodollars oft in Lokalwährung konvertiert und sich bei Fälligkeit die Dollars am Devisenmarkt erst wieder beschaffen muss. Die durch die längerfristigen Investitionen verursachte Immobilisierung von Eurogeldern könnte sich im Fall von Beunruhigungen des Marktes und grösserer Rückzüge von Eurogeldern verhängnissvoll auswirken. Eine massive Schrumpfung des Marktes könnte leicht Kettenreaktionen auslösen und zahlreiche Schuldner und Banken in Schwierigkeiten bringen sowie den Welthandel und das Währungssystem in Mitleidenschaft ziehen."³⁾ De mogelijkheid dat een aanzienlijk gedeelte van de aangetrokken kortlopende middelen door de Eurobanken in economisch opzicht op middellange termijn is vastgelegd, betekent in wezen dat de beginselen van "sound banking" op de Eurodollarmarkt niet of slechts in beperkte mate worden nageleefd. Volgens Machlup kan de afwezigheid van voorschriften ten aanzien van de bancaire transacties in buitenlandse valuta hiervoor eveneens verantwoordelijk zijn. "Absence of regulation of the foreign-currency business of banks may lead to negligence

1) Wayne Clendenning, blz. 163.

2) Wayne Clendenning, blz. 163 en 164.

3) F. Aschinger, *Der Eurogeldmarkt und die Währungszusammenarbeit*, Schweizerischer Bankverein, 4/1969, blz. 55.

in the banks' practices, endangering their own liquidity and, with it, the liquidity of their depositors or, on the assumption that they will eventually have to be aided by the central bank as a lender of last resort, endangering even the foreign position of the country".⁴⁾

De bestaansbasis van de Eurodollarmarkt zal volgens Emminger worden aangetast (en daarmee ongetwijfeld liquiditeitsproblemen met zich mee brengen) indien de U.S. dollar het voorwerp van massale speculatie zou worden. "There is one contingency where the Euromoney market may really become a monster which could shatter international financial equilibrium: namely, a general loss of confidence in the U.S. dollar. The fact that most of the Eurodeposits are denominated in U.S. dollars, would, quite certainly, lead to a complete collapse of the Euromarket in case of a general flight from the dollar".⁵⁾ Mogelijke liquiditeitsproblemen kunnen zich, zoals uit de gegeven citaten blijkt, voordoen vanwege de afwezigheid van liquiditeitsvoorschriften voor de Eurobanken of de aanwezigheid van te lange krediettermijnen op de Eurodollarmarkt enerzijds en vanwege een massale speculatie tegen de dollar anderzijds. Daarenboven is het denkbaar dat de oplossing van liquiditeitsproblemen relatief moeilijk of zelfs onmogelijk is, omdat voor de Eurodollarmarkt als geheel geen "lender of last resort" bestaat, waarop door de banken bij liquiditeitsmoeilijkheden een beroep kan worden gedaan.

1.2. Beoordeling.

Men kan zich afvragen in hoeverre het gevaar van een liquiditeitscrisis op basis van de in de literatuur gegeven argumenten, reëel is. Ferras is van mening dat de liquiditeitsrisico's voor individuele banken op de Eurodollarmarkt niet fundamenteel afwijken van die, welke op de traditionele kredietmarkten aanwezig zijn. "At first sight it is not easy to see why a bank should be less careful in this respect because the currency involved is the dollar or because the other party to the trans-

4) F. Machlup, *The Eurodollar System and its Control*, in F. Machlup, A. Gutowski, F. Lutz, *International Monetary Problems*, 1972, blz. 33.

5) Emminger, in Prochnow (ed.), blz. 111.

action is located abroad. There may perhaps have been, and perhaps will be again in the future, individual cases of insufficient prudence being exercised, but there is no particular reason for laying the blame on the market as a whole".⁶⁾ In dezelfde geest stelt Kern: "Very little is known about the soundness of Euro-dollar loans but it seems unlikely that large commercial banks would behave with less responsibility in their Euro-dollar activities than in their domestic lending. No system can ever be completely proof against knaves and fools and there is, of course, always the possibility that some concerns will make major errors of judgment; but there is no evidence, and little likelihood, of their happening on a catastrophic scale."⁷⁾

De relatief grote betekenis van de interbancaire kredietverlening op de Eurodollarmarkt is bij Wayne Clendenning in het algemeen een additioneel risico-element. Naar onze mening is de interbancaire kredietverlening echter evenzeer een uitdrukking van de specialisatie der individuele Eurobanken. De hiermee gepaard gaande betere informatie met betrekking tot de solvabiliteit en liquiditeit van elke volgende schakel in een kredietketen, maakt het voor het Eurobankwezen in zijn totaliteit mogelijk additionele risico's te accepteren, zonder dat dit gepaard gaat met grotere risico's voor elke Eurobank afzonderlijk. We zijn dan ook van mening dat de liquiditeitsrisico's voor een individuele Eurobank in het Eurodollarsysteem door Wayne Clendenning te hoog getaxeerd worden.

Eventuele liquiditeitsproblemen bij de individuele banken kunnen op verschillende manieren worden opgelost. In dit verband valt te denken aan de liquidatie van dollaractiva, de aantrekking van additionele dollardeposito's, een kredietopname bij binnenlandse en/of buitenlandse algemene banken, aankoop van dollars op de valutamarkt dan wel het opnemen van een krediet bij de centrale bank. Het is theoretisch mogelijk dat bij vaste wissel-

6) G. Ferras, *The European Dollar Market*, Lecture delivered on 10th December 1969, Institut d'Etudes Bancaires et Financières, blz. 17.

7) D.Kern, *International Finance and the Euro-Dollar market*, *Quarterly Review*, National Westminster Bank, november 1971, blz. 19.

koersen de liquiditeitsproblemen van kredietnemers op de Eurodollarmarkt of van individuele Eurobanken, zich verplaatsen naar andere banken en naar monetaire autoriteiten van de landen waar Eurobanken gevestigd zijn, en vervolgens naar de Eurodollarmarkt in zijn totaliteit. Met name door het gevaar dat de liquiditeitsproblemen van de Eurobanken afgeschoven kunnen worden op de monetaire autoriteiten, is het, volgens Wayne Clendenning, gewenst om een internationale "lender of last resort" voor de markt te creëren.⁸⁾ Als zodanig zou de B.I.B. kunnen functioneren die op haar beurt weer zou moeten kunnen terugvallen op de Amerikaanse monetaire autoriteiten.⁹⁾

De creatie van een internationale "lender of last resort" voor het Eurobankwezen betekent als zodanig alléén, dat mogelijke liquiditeitsproblemen opgelost kunnen worden. Dit houdt echter in geen enkel opzicht een controle in op de mogelijke oorzaak ervan namelijk de illiquiditeit van de kredietnemers of van de individuele Eurobanken. Door de introductie van voorgeschreven reservepercentage tegenover de Eurodollardeposito's zou het gevaar van illiquiditeit kunnen worden gereduceerd. Hiervoor zijn dan wel universele en uniforme voorschriften voor de Eurobanken noodzakelijk, want anders is het zeer waarschijnlijk dat de Eurodollarmarkt zich verplaatst naar de centra waar de voorschriften niet van toepassing zijn of minder stringent worden uitgevoerd.¹⁰⁾ Afgezien van een eventuele wenselijkheid, is de praktische mogelijkheid om in dit opzicht een effectieve internationale controle op het Eurobankwezen tot stand te brengen zeer gering. Deze is immers alleen denkbaar bij een hoge mate van overeenstemming tussen vele centrale banken ten aanzien van de voorgeschreven liquiditeitspercentages, de deposito's waarop de reserve-eisen betrekking hebben, de activa die als een liquiditeit worden aangemerkt, enzovoorts. Het is moeilijk denkbaar dat de hiervoor benodigde samenwerking op politiek terrein te realiseren valt op korte termijn.

8) Wayne Clendenning, blz. 169 (Zie ook: Dolman, blz. 309.e.v.

9) Wayne Clendenning, blz. 172.

10) L. O'Brien, *The Eurodollar Market: Controls are not the Answer*, *Euro money*, juni 1971, blz. 10 en Stem, in F. Machlup, A. Gutowski R. F. Lutz, blz. 50.

Dat wil overigens niet zeggen dat centrale banken ten aanzien van de liquiditeit van het Eurobankwezen een passieve houding dienen aan te nemen. Wij zouden ons in dit verband geheel willen aansluiten bij O'Brien als hij stelt: "The greatest scope for improvement in this regard probably lies in the systems for reporting on creditworthiness, in obtaining adequate and accurate information on the financial standing of prospective borrowers. But I am not persuaded that that task, or indeed the general need to see that sound practises are observed, requires the setting up of a whole new machinery of central banking supervision".¹¹⁾

Het liquiditeitsvraagstuk voor het Eurobankwezen in een bepaald land wordt acuut, als de betreffende banken niet in staat zijn dollarreserves aan te trekken vanwege deviezenrestricties. Dit is met name denkbaar als het bankwezen omvangrijke nettodollarschulden bezit, die zijn ontstaan door conversie van dollars in binnenlandse valuta en indien er tegelijkertijd betalingsbalansstekorten zijn, die de reserves van de centrale bank aantasten. De mogelijkheid voor de monetaire autoriteiten in dat land om de liquiditeitsproblemen van de bedoelde Eurobanken op te lossen wordt dan geringer, terwijl het gevaar dat er deviezenrestricties geïntroduceerd worden, dan toeneemt.

Het is onmogelijk om te voorzien of toekomstige deviezenrestricties een liquiditeitscrisis op de Eurodollarmarkt zullen of kunnen veroorzaken. Voor zover de individuele autoriteiten voor hun Eurobanken niet meer met behulp van eigen middelen als "lender of last resort" kunnen fungeren, beschikken deze centrale banken in het algemeen nog over additionele kredietmogelijkheden. In dit verband valt te denken aan het aantrekken van middelen via het Internationale Monetaire Fonds, de Algemene Leningsarrangementen en de internationale swapovereenkomsten tussen vele centrale banken.¹²⁾

11) O'Brien, blz. 8.

12) Voor een uitvoerige beschrijving van deze mogelijkheden en de voorwaarden waardoor deze gebruikt kunnen worden, zij hier verwezen naar Dolman, blz. 27 tot en met 35.

Niettemin is een liquiditeitscrisis in het Eurodollarsysteem als gevolg van deviezenrestricties in theorie denkbaar. Zou een dergelijke crisis zich inderdaad voordoen, dan is het eveneens mogelijk dat deze niet tot één land beperkt blijft.

Bij een massale speculatie tegen de dollar is het gevaar voor een liquiditeitscrisis op de Eurodollarmarkt in zijn geheel, naar onze mening, van relatief geringe betekenis. De afvloeiing van Eurodollars kan dan immers beperkt blijven door hogere rentetarieven. Bovendien zal een massale speculatie tegen de dollar leiden tot een omvangrijke toename van de officiële dollarreserves bij een systeem van min of meer vaste wisselkoersen. Daarmee wordt de mogelijkheid voor de centrale banken om hulp te bieden bij eventuele liquiditeitsmoeilijkheden der Eurobanken, vergroot.

Uit het voorgaande moge blijken dat liquiditeitsproblemen bij individuele Eurobanken, dan wel bij het Eurobankwezen in zijn totaliteit in theorie wel denkbaar zijn. Zoals reeds is aangegeven kunnen deze, tot op zekere hoogte, ook zonder de creatie van een internationale "lender of last resort" voor het Eurodollarsysteem worden opgelost. Dit is echter niet meer het geval als eventuele liquiditeitsmoeilijkheden bij Eurobanken zich op grote schaal zouden verplaatsen naar de monetaire autoriteiten in verschillende landen en de liquiditeit van de betreffende landen in gevaar zou brengen. Bij de huidige omvangrijke dollarreserves van de monetaire autoriteiten in de meeste landen waar het Eurobankwezen gevestigd is, lijkt het gevaar van een liquiditeitscrisis, op officieel niveau en op grote schaal, echter bijzonder gering.

2. Controlemotieven vanuit monetaire gezichtspunten.

2.1. *De belangrijkste monetaire consequenties van de Eurodollarmarkt.*

In de voorgaande hoofdstukken zijn naar onze mening de meest relevante monetaire aspecten van de Eurodollarmarkt aangegeven, die tevens een internationale controle op de Eurodollar-

markt wenselijk of noodzakelijk kunnen maken.¹³⁾ Aangezien we de belangrijkste monetaire gevolgen van de Eurodollarmarkt reeds eerder uitvoerig hebben aangegeven, kunnen we hier volstaan met een korte weergave.

a) Door het bestaan van de Eurodollarmarkt zijn er additionele kredietmogelijkheden ontstaan, die niet of slechts in beperkte mate gecontroleerd worden of kunnen worden door nationale monetaire autoriteiten. Als zodanig kan, zoals in hoofdstuk II is aangetoond, de Eurodollarmarkt een autonome inflatiebron vormen. Ook als de individuele monetaire autoriteiten het onmogelijk maken om deze additionele kredietmogelijkheden direct in het binnenland te benutten, wordt het inflatoir effect van de Eurodollarmarkt niet weggenomen. Bij een systeem van vaste wisselkoersen immers zal dan het kredietaanbod elders toenemen, en voor zover dit een inflatoire ontwikkeling tot gevolg heeft, zal deze geïnternationaliseerd worden via betalingsbalansonevenwichtigheden.

b) In hoofdstuk III is naar voren gekomen hoe de Eurodollarmarkt een invloed kan uitoefenen op de omvang van de officiële internationale monetaire reserves. Voor zover centrale banken hun reserves beleggen op de Eurodollarmarkt resulteert er een ongecontroleerde vergroting van de internationale liquiditeiten, hetgeen als ongewenst kan worden beschouwd.

c) In hoofdstuk IV zijn de consequenties van de Eurodollarmarkt voor de effectiviteit van de monetaire politiek in de individuele landen aangegeven. Een hoge mate van internationale kapitaalmobiliteit kan voor nationale monetaire autoriteiten aanzienlijke problemen met zich meebrengen en ook vanuit een internationaal oogpunt aanleiding geven tot ongewenste repercussies. Voor de nationale monetaire autoriteiten betekent een hoge mate van kortlopende internationale kapitaalmobiliteit bij een systeem van vaste wisselkoersen, dat zij de greep op de binnenlandse

13) Hiermee willen wij niet aangeven dat een mogelijke liquiditeitscrisis zoals V.1. werd aangegeven in monetair opzicht van geen betekenis zou zijn. De argumenten op basis waarvan een controle wenselijk wordt geacht zijn in deze paragraaf echter van geheel andere aard dan in de vorige.

liquiditeitenmassa ten dele verliezen. Emminger stelt met betrekking tot de Eurodollarmarkt dan ook het volgende: "...one of the major problems of European monetary policy is whether, and how, central banks will be able to maintain control over their banks' liquidity situation and over their national money volume with such a huge pool of international liquidity hovering before their door".¹⁴⁾ Indien het vanuit binnenlands oogpunt gewenst is een beleid te voeren dat gericht is op een relatief laag renteniveau, dan kunnen kortlopende kapitaalexporten dit beleid ondermijnen vanwege hun liquiditeitsverkrappende invloed. Omgekeerd kan een beleid, dat gericht is op een relatieve daling van de binnenlandse liquiditeitenmassa, worden ondermijnd door kapitaalimporten. In de beide gegeven voorbeelden is het bovendien denkbaar, dat de door het monetaire beleid opgeroepen invloed op de internationale monetaire reserves van het betreffende land, een aanleiding kan zijn voor het ontstaan van speculatieve kapitaalbewegingen, die de aantasting van het beleid nog kunnen accentueren.

2.2. Controlemogelijkheden.

De individuele monetaire autoriteiten zijn niet in staat om de ongewenste gevolgen van het bestaan van de Eurodollarmarkt, in nationaal en internationaal opzicht, te voorkomen. De uitbreiding van het kredietpotentieel in de wereld en de meer intensieve benutting hiervan, als gevolg van het bestaan van de Eurodollarmarkt, vinden immers plaats via de banksystemen in vele landen, die per definitie onder de jurisdictie van even zoveel nationale monetaire autoriteiten vallen. Een land kan weliswaar voorkomen dat ingezetenen gebruik maken van het door de Eurodollarmarkt gecreëerde kredietpotentieel, maar in wereldverband is dit van geen betekenis. Gezien het internationale karakter van de Eurodollarmarkt heeft dit geen invloed op de benuttingsgraad van het gecreëerde kredietpotentieel, wel echter op een beperking van het aantal landen waarvan de ingeze-

14) Emminger, in Prochnow (ed.), blz. 118.

tenen een beroep kunnen doen op de door de Eurodollarmarkt geschapen kredietmogelijkheden. In een ruimer geografisch verband betekent dit echter alleen maar dat de directe inflatoire invloed van de Eurodollarmarkt in één of meerdere landen wordt tegengehouden, maar dat deze elders misschien in versterkte mate zijn uitwerking heeft. Bij een systeem van vaste wisselkoersen zal de aldus opgeroepen inflatie elders echter, via overschotten op de lopende rekening van de betalingsbalans, geïmporteerd worden in de landen die de directe inflatoire invloed van de Eurodollarmarkt beperken of geheel voorkómen. De aldus geïmporteerde inflatie is echter niet meer te herkennen als een direct gevolg van het bestaan van de Eurodollarmarkt. De nationale monetaire autoriteiten moeten in staat geacht worden om de directe inflatoire invloed van de Eurodollarmarkt in hun eigen land tegen te gaan (bijvoorbeeld door een verbod voor ingezetenen om in het buitenland kredieten op te nemen). Dit geldt echter niet voor de indirecte invloed. De vraag rijst dan of een internationale samenwerking met betrekking tot de Eurodollarmarkt dan wel een controle van deze markt gewenst of noodzakelijk is ter beperking en/of ter vermindering van de inflatoire invloed die de bedoelde markt uitoefent in de wereld. Naar onze mening is het niet specifiek de Eurodollarmarkt die deze wenselijkheid oproept, maar misschien wel accentueert. Bij een systeem van vaste wisselkoersen zal een inflatie in één of meerdere landen immers niet zonder gevolgen blijven voor de overige landen, gezien de zeer nauwe samenhang van de nationale geldstelsels in een dergelijk wisselkoerssysteem. De Eurodollarmarkt kan beschouwd worden als één oorzaak van de wereldinflatie, naast de vele nationale inflatiebronnen, die door geen enkele internationale monetaire autoriteit gecontroleerd worden. Vanuit dit oogpunt is een internationale controle op de monetaire autoriteiten en het algemene bankwezen in alle landen gewenst. Een eventuele controle die specifiek op de Eurodollarmarkt gericht is, is in dit opzicht van een geringe betekenis. De diverse monetaire inflatiebronnen, die niet onder een internationaal toezicht staan, kunnen

dan immers onmiddellijk de effectiviteit van de controle op de Eurodollarmarkt ondermijnen. In deze geest stelt ook O'Brien dat elke internationale controle van een beperkte betekenis is.

"Either the attempt would be largely ineffective, because the Eurodollar market would simply shift its location to an unregulated centre; or its effects would be quickly undone, as other mechanisms came into being to take its place".¹⁵⁾ Nog geheel afgezien van de aldus aanwezige beperktheid van een internationale controle, zijn ook de mogelijkheden voor een controle zeer begrensd, zoals met name bij Hodgman naar voren komt. "Regulation of the Euro-dollar market is not simply a technical matter but is rather an aspect of the broader problem of international monetary cooperation. This in turn merges into the still broader issues of international economic and political relations. To achieve coordinated international control of the Euro-dollar market a viable consensus must first be reached on these broader issues".¹⁶⁾

De individuele monetaire autoriteiten kunnen echter zelf, zonder dat er van een internationale controle van de Eurodollarmarkt sprake is, een bijdrage leveren om het inflatoire effect van de Eurodollarmarkt in de wereld te beperken. Voor zover de Eurodollarmarkt heeft geleid tot een vergroting van het beschikbare kredietpotentieel, zijn met name de deposito's die een substituut vormen voor geldmarktbeleggingen in de V.S. (de X-deposito's) hiervoor verantwoordelijk. Alle Eurodollardeposito's die door monetaire autoriteiten worden aangehouden zijn onder de bedoelde X-categorie te rangschikken. Indien de centrale banken buiten de V.S. er vanaf zien hun dollarreserves aan te houden bij het Eurobankwezen, c.q. de bestaande beleggingen op de Eurodollarmarkt liquideren, wordt er vanuit dit oogpunt een bijdrage geleverd voor de bestrijding van de wereldinflatie. Als monetaire autoriteiten hun bestaande tegoeden bij het Eurobankwezen opheffen, resulteert dit bovendien in een verbetering van de

15) O'Brien, blz. 10.

16) Hodgman, blz. 31 en 32.

positie van de dollar, doordat hiermee een daling van het omvangrijke officiële deviezenbezit in de wereld gepaard gaat. Het mechanisme waardoor dit resultaat wordt bewerkstelligd, is hetzelfde als in hoofdstuk III is beschreven bij de invloed van de officiële Eurodollardeposito's op de Amerikaanse betalingsbalans en op de omvang van de officiële reserves. Het bovenstaande impliceert dat elke liquidatie van officiële Eurodollartegoeden resulteert in een vermindering van het beschikbare kredietpotentieel en in een geringere omvang van de dollarreserves in handen van de monetaire autoriteiten buiten de V.S. Vanuit dit oogpunt is elke nationale monetaire autoriteit in staat een bijdrage te leveren ter beperking van de, vanuit internationaal standpunt, ongewenste gevolgen van de Eurodollarmarkt.

De nationale monetaire autoriteiten worden op de meest directe manier met de gevolgen van het bestaan van de Eurodollarmarkt geconfronteerd via de invloed die hiervan uit kan gaan op de effectiviteit van het monetaire beleid. Het is in dit verband de door de Eurodollarmarkt opgeroepen internationale kapitaalmobiliteit die bij een systeem van vaste wisselkoersen een ondermijnend element kan vormen. Een beleid gericht op een monetaire expansie in het binnenland wordt bij een hoge mate van kapitaalmobiliteit en vrijheid van het internationale kapitaalverkeer immers gefrusteerd door kapitaalexporten. Daarentegen leidt een beleid dat tot doel heeft een relatieve binnenlandse monetaire contractie te realiseren, tot ongewenste kapitaalimporten. Daardoor zijn de mogelijkheden voor een autonoom binnenlands monetair beleid, bij een systeem van vaste wisselkoersen, zeer beperkt, en in het meest extreme geval van absoluut vaste wisselkoersen en een perfecte internationale kapitaalmobiliteit, zelfs geheel afwezig. Zoals we in hoofdstuk IV reeds geconstateerd hebben, staat er een groot arsenaal van instrumenten ter beschikking van de individuele monetaire autoriteiten om de internationale geldmobiliteit, dan wel de daarmee verbonden monetaire consequenties te beperken. In het kort samengevat komen deze neer op het volgende:

- a) De nationale monetaire autoriteiten accepteren de geschetste situatie en passen zich hierbij aan. Daarmee wordt erkend dat het monetaire beleid bij vaste wisselkoersen niet of slechts in beperkte mate geschikt is om binnenlandse doelstellingen te verwezenlijken.
- b) De flexibiliteit in de wisselkoersen wordt vergroot. Zoals in hoofdstuk IV naar voren kwam, hebben de kortlopende internationale kapitaalbewegingen, vanuit een binnenlands standpunt, een geheel andere monetaire betekenis dan bij een systeem van vaste wisselkoersen. Deze kapitaalbewegingen vormen dan juist een belangrijk element voor de vergroting van de effectiviteit van een monetair beleid dat gericht is op binnenlandse doelstellingen.
- c) De monetaire autoriteiten trachten via selectieve maatregelen de gevolgen van de internationale kapitaal-mobiliteit voor hun land te beperken en/of te voorkomen. In dit opzicht zijn er talloze maatregelen denkbaar.¹⁷⁾

De verschillende gegeven mogelijkheden, dan wel combinaties hiervan, om de binnenlandse monetaire gevolgen van de Eurodollarmarkt te beperken c.q. te vermijden, hebben echter allen hun beperkingen, indien zij worden doorgevoerd zonder enige internationale samenwerking op monetair terrein. De onder a) gegeven mogelijkheid is in zijn volle consequenties alleen denkbaar in een wereld die in monetair opzicht in hoge mate geïntegreerd is, dan wel waarin de internationale monetaire samenwerking op een hoog niveau staat, zowel ten aanzien van de instrumenten als ten aanzien van de doelstellingen van het monetaire beleid. Indien aan deze voorwaarden echter niet voldaan is, is het niet waarschijnlijk dat het beleid van de binnenlandse autoriteiten volledig gedetermineerd wordt door de monetaire ontwikkelingen in de buitenwereld. Ook de bij b) gegeven mogelijkheid is slechts denkbaar, en voor individuele monetaire autoriteiten acceptabel, bij een zekere vorm van internationale samenwerking. Bij een systeem van volledig vrije wisselkoersen dienen de monetaire autoriteiten zich te onthouden van interventies op de valutamarkten, terwijl er bij een systeem met een

17) De in de praktijk toegepaste selectieve maatregelen zijn in IV.3.4. aangegeven.

zekere schommelmarge in de wisselkoersen, de centrale banken binnen de interventiepunten in principe niet behoren in te grijpen op de valutamarkten. Bij beide wisselkoerssystemen moeten de monetaire autoriteiten zich derhalve houden aan een bepaalde, internationale overeengekomen, gedragscode. Naarmate de vrijheid in de wisselkoersvorming groter is, is de monetaire invloed die door de buitenwereld uitgeoefend kan worden, geringer. De kortlopende internationale kapitaalbewegingen bij een systeem van flexibele wisselkoersen resulteren niet in betalingsbalanstekorten of -overschotten, maar beïnvloeden voor hetzelfde bedrag, bij een gegeven omvang en richting van het langlopende kapitaalverkeer, de lopende rekening van de betalingsbalans. De ondermijning van de effectiviteit van het binnenlandse monetaire beleid en de daarmee gepaard gaande ongewenste veranderingen in de officiële reserves, is dan ook geringer naarmate de flexibiliteit in de wisselkoersen groter is. Dat met de opheffing van de betalingsbalansonevenwichtigheden bij flexibele wisselkoersen, de internationale kapitaalbewegingen ook geen problemen meer opleveren, is echter niet het geval. Kymmell is in dit verband de volgende mening toegedaan: "De stelling dat bij fluctuerende wisselkoersen het betalingsbalansprobleem opgelost zou zijn, klinkt naïef. In plaats van het probleem van de fluctuerende reserves heeft men nu het probleem van de fluctuerende in- en uitvoerprijzen. Een probleem dat voor overheden strevend naar prijsstabiliteit en inflatievermindering uitermate moeilijk kan worden, met name wanneer de eigen valuta gaat depreciëren en de in- en uitvoerprijzen dus stijgen."¹⁸⁾ Dat een systeem van flexibele wisselkoersen in wereldverband minder inflatoir zou zijn dan een systeem van vaste wisselkoersen is echter niet aantoonbaar. Noch de theorie, noch de opgedane ervaringen met systemen van flexibele wisselkoersen, kunnen een eenduidig antwoord geven op de vraag omtrent het meest wenselijke wisselkoerssysteem.

18) Kymmell, blz. 24 en 25.

Als bij een systeem van vaste koersen getracht wordt de verstorende invloed van de kortlopende kapitaalbewegingen met selectieve maatregelen tegen te gaan, is een internationale coördinatie op dit terrein eveneens gewenst. Deze coördinatie zal dan betrekking moeten hebben op de aard van de gebruikte instrumenten, op de controle van de feitelijke effectiviteit en op de omstandigheden waarin zij worden toegepast. Is aan deze voorwaarden niet voldaan, dan is het gevaar, dat de beoogde doelstellingen in elk land niet bereikt worden, zeer groot. Maatregelen ter beperking van de kapitaalimporten in het ene land kunnen dan immers in hun effectiviteit worden afgezwakt door maatregelen elders, die de bedoeling hebben de kapitaal-exporten te stimuleren.

Indien de landen een systeem van vaste wisselkoersen wensen, kunnen de internationale kapitaalbewegingen dan wel hun monetaire gevolgen, alleen maar voorkomen worden door een harmonisatie van het monetaire beleid in de verschillende landen. Voor zover de noodzakelijke coördinatie echter niet tot stand komt zijn selectieve maatregelen bij een hoge mate van internationale kapitaalmobiliteit onvermijdelijk. Ook in dit opzicht echter is, zoals we hebben gezien, een internationale samenwerking gewenst. Aangezien de kortlopende internationale geldbewegingen vooral plaatsvinden via de Eurodollarmarkt ligt het ook voor de hand dat hier het aangrijpingspunt ligt voor de selectieve controlemaatregelen en de internationale harmonisatie ervan. Een beperking van de controle tot de internationale kapitaalbewegingen die alléén via de Eurodollarmarkt tot stand komen, is echter bij voorbaat tot mislukken gedoemd, aangezien de internationale geldbewegingen dan waarschijnlijk via andere, niet-gecontroleerde, kanalen toch tot stand zouden komen. Als echter de noodzakelijke internationale harmonisatie ten aanzien van de verschillende selectieve maatregelen niet te realiseren valt, lijkt alleen een systeem van vrije wisselkoersen een alternatief om de binnenlandse monetaire invloed van de internationale kapitaalbewegingen te beperken.

SAMENVATTING

In deze studie worden de belangrijkste monetaire aspecten van de Eurodollarmarkt geanalyseerd zowel vanuit een internationaal, als vanuit een nationaal gezichtspunt. Alvorens dit kan gebeuren, is het noodzakelijk een duidelijk beeld te verkrijgen van de institutionele structuur en de ontwikkeling van de Eurodollarmarkt. Deze aspecten van de Eurodollarmarkt staan centraal in het eerste hoofdstuk van onze studie. De Eurodollarmarkt wordt daarin beschouwd als een internationale geldmarkt, die uit twee deelmarkten bestaat, enerzijds een markt buiten de V.S. waarop niet-Amerikaanse algemene banken, de Eurobanken, middelen aantrekken in de vorm van dollardeposito's en anderzijds een kredietmarkt waarop de Eurobanken de in deze vorm verkregen middelen aanbieden. Op beide deelmarkten kunnen de monetaire autoriteiten, algemene banken, ondernemingen en andere soorten instellingen uit alle landen van de wereld als tegenpartijen voor de Eurobanken optreden. Aangezien op beide deelmarkten de U.S. dollar verhandeld wordt, leidt uiteraard elke transactie op de Eurodollarmarkt eveneens tot balansmutaties bij de algemene banken in de V.S. Om dezelfde reden dienen de Eurobanken hun kasreserves, in elk geval ten dele, aan te houden bij het Amerikaanse bankwezen. Daarmee is de belangrijkste technische relatie tussen het Eurobankwezen enerzijds en de algemene banken in de V.S. anderzijds aangegeven. Vanwege het feit dat het Eurobankwezen zijn middelen verkrijgt in de vorm van U.S. dollars, vormen de Amerikaanse algemene banken de belangrijkste concurrenten voor de Eurobanken. Om effectief te kunnen concurreren moeten de Eurobanken dan ook een hogere rente vergoeden over de aangetrokken dollardeposito's dan het rendement dat gerealiseerd kan worden op een qua risico en looptijd gelijkwaardige belegging op de Amerikaanse geldmarkt. Op de kredietafdeling van de Eurodollarmarkt, wordt het Eurobankwezen geconfronteerd met vele nationale kredietsystemen, waarin de kredietvoorwaarden bepalend zijn voor de vraag of en in welke mate het Eurodollarkrediet kan concurreren met de meer traditionele kredietvormen.

Aldus zijn met name internationale rentever verschillen een noodzakelijke bestaansvoorwaarde voor externe deposito- en kredietmarkten in één of meerdere valuta's, naast de vrijheid voor depositanten, banken en kredietnemers om middelen op een externe depositomarkt te plaatsen, c.q. om via de Eurokredietmarkt middelen aan te trekken.

In het geheel der externe deposito- en kredietmarkten neemt de dollarmarkt een overheersende positie in, waarvan het middelpunt gelegen is in Londen. De centrale positie van het Engelse bankwezen in dit opzicht is vooral verklaarbaar vanuit de grote ervaring van het genoemde bankwezen op het terrein van de internationale financiële relaties. Het feit dat de U.S. dollar op de genoemde markten een dominerende positie inneemt is vooral een gevolg van de functie van de dollar als de belangrijkste financieringsvaluta voor de internationale handels- en kapitaalbewegingen enerzijds, en de sterk toegenomen betekenis van de U.S. dollar als officiële reservevaluta na de 2e wereldoorlog anderzijds.

De spectaculaire groei van de Eurodollarmarkt komt gedeeltelijk naar voren in de statistieken van de Bank voor Internationale Betalingen. Om deze groei te verklaren kunnen de volgende oorzaken worden onderscheiden: de natuurlijke, de institutionele, de geïnduceerde en de incidentele groeioorzaken, waarbij naar onze mening aan de twee eerstgenoemde groeifactoren de grootste betekenis moet worden toegekend. De B.I.B. echter, verklaart de groei vooral vanuit de verschillen in de monetaire situatie en het monetaire beleid in de individuele landen.

In hoofdstuk II is de invloed van de Eurodollarmarkt op het voor de niet-bancaire sectoren beschikbare kredietpotentieel geanalyseerd. De betekenis van de interbancaire kredietverlening op de Eurodollarmarkt bleek in dit verband relatief gering te zijn, maar wel van wezenlijke betekenis voor een maximale benutting van het, mede door de Eurodollarmarkt bepaalde, kredietaanbod in de wereld. De literatuur met betrekking tot de invloed van de Eurodollarmarkt op het beschikbare kredietpotentieel voor niet-banken, concentreert zich met name op de mogelijke betekenis van de Eurodollarkredietmultiplicator. Een bepaalde groep

auteurs (Kvasnicka, Friedman, Fratianni, Savona, Carli en Mundell) vergelijkt het Eurobankwezen in dit verband met een systeem van geldscheppende handelsbanken in een gesloten volkshuishouding. Gezien het feit dat de chartale opvragingen van de verleende Eurodollarkredieten van te verwaarlozen betekenis zijn, heeft de Eurodollarkredietmultiplicator in deze visie een waarde die gelijk is aan de reciproke van de kasquote van het Eurobankwezen. Deze opvatting kan echter naar onze mening niet gehandhaafd worden omdat de vergelijking tussen de Eurobanken op wereldschaal en de algemene geldscheppende banken in een gesloten volkshuishouding geheel ten onrechte is. Enkele andere auteurs (Klopstock en Mayer) zijn van mening dat het Eurobankwezen beter vergeleken kan worden met een spaarbanksysteem. Zij stellen dan ook dat de mogelijkheden tot kredietcreatie voor het Eurobankwezen relatief gering, eventueel van te verwaarlozen betekenis zijn. Een derde groep auteurs (Bell, Stem, Swoboda, Hirsch en Machlup) heeft veel minder extreme opvattingen ten aanzien van de kredietmultiplicator in het Eurodollarsysteem. Bij een nadere uitwerking van de visie van Machlup bleek dat dit waarschijnlijk ten dele verklaard kan worden uit interpretatieverschillen met betrekking tot de return-flow bij het Eurobankwezen.

Naar onze mening echter is voor de analyse van de invloed van de Eurodollarmarkt op het kredietaanbod in de wereld geen van de gegeven benaderingen acceptabel. Bij geen van de genoemde auteurs wordt rekening gehouden met de invloed van de vorming van de Eurodollardeposito's op het kredietpotentieel van de financiële instellingen buiten het Eurodollarsysteem. Als men hiermee wel rekening houdt dan is de Eurodollarkredietmultiplicator, ongeacht zijn numerieke waarde, in monetair opzicht van geen enkele relevantie. In paragraaf 3 van het tweede hoofdstuk hebben we onze eigen analyse van de betekenis van de Eurodollarmarkt voor het kredietaanbod in de wereld gegeven. Daarbij is een onderscheid gemaakt in verschillende soorten Eurodollardeposito's, die, bij vaste of flexibele wisselkoersen, elk een andere betekenis kunnen hebben voor de overschotreserve van de algemene banken buiten de V.S.

Bij een systeem van vaste wisselkoersen zijn het met name de Eurodollardeposito's die beschouwd kunnen worden als een substituuat voor een belegging op de Amerikaanse geldmarkt die invloed hebben op de overschotreserve bij het bankwezen buiten de V.S. Hiervan uitgaande is de invloed van de Eurodollarmarkt op het kredietaanbod in de wereld geheel afhankelijk van de kredietmultiplicatoren waarmee het niet-Amerikaanse bankwezen wordt geconfronteerd. Op basis van het beschikbare cijfermateriaal met betrekking tot de Eurodollarmarkt enerzijds en bepaalde veronderstellingen ten aanzien van de mogelijke relevante kredietmultiplicatoren voor het algemene bankwezen buiten de V.S. anderzijds, hebben we in hoofdstuk II ook de grenzen aangegeven voor de feitelijke invloed van de Eurodollarmarkt op het beschikbare kredietpotentieel voor de niet-banken in de wereld in de periode 1964 tot en met 1971.

De relatie tussen de Amerikaanse betalingsbalans en de Eurodollarmarkt is in hoofdstuk III geanalyseerd. Daarbij is ten aanzien van de betalingsbalans van de V.S. uitgegaan van de "balance on official reserve transactions basis" (B.O.R.T.B.) en de "balance on liquidity basis" (B.L.B.). De tekorten op de Amerikaanse betalingsbalans kunnen, zoals in het bedoelde hoofdstuk bleek, niet beschouwd worden als een bestaansoorzaak van de Eurodollarmarkt, maar hebben misschien wel een indirecte bijdrage geleverd tot de groei van de Eurodollarmarkt. Verschillende auteurs (Christie, Daloz en Isralson) gaan ervan uit dat de Amerikaanse betalingsbalanstekorten op de B.L.B., voor zover deze resulteren in niet-officiële buitenlandse dollartegoeden, een noodzakelijke voorwaarde voor het bestaan, c.q. een beperkende factor vormen voor de maximale omvang van de Eurodollardeposito's. Deze opvatting bleek echter onjuist te zijn. De Eurodollarmarkt kan immers zijn functies uitoefenen op basis van een relatief geringe omvang van het niet-officiële buitenlandse dollarbezit, dat bovendien niet beschouwd kan worden als een sluitpost op de Amerikaanse betalingsbalans.

In de laatste paragraaf van hoofdstuk III is de invloed van de Eurodollarmarkt op de Amerikaanse betalingsbalans uiteengezet. Daarbij is de in dit opzicht relevante passiva-structuur van van het Eurobankwezen weergegeven en gecombineerd met de aan Stem ontleende activa-structuur van het Eurobankwezen. Hiervan uitgaande bleek het mogelijk aan te geven op welke wijze de Eurodollarmarkt een invloed kan uitoefenen op de B.L.B. enerzijds en op de B.O.R.T.B. anderzijds. Op basis van het beschikbare cijfermateriaal zijn verder de grenzen aangegeven van de feitelijke betekenis van de Eurodollarmarkt in dit opzicht. Tenslotte is in hoofdstuk III een analyse gegeven van de invloed, die de Eurodollarmarkt kan hebben op de officiële valuta-reserves in de wereld. Daarbij is gebleken dat de relatief omvangrijke verschillen tussen de omvang van de officiële valuta-reserves in de wereld en de verplichtingen van de landen, wier valuta een reservefunctie vervult, ten dele door het bestaan van de Eurodollarmarkt kunnen worden verklaard.

Voor de individuele monetaire autoriteiten is het belangrijkste gevolg van de Eurodollarmarkt, dat zij geconfronteerd worden met een relatief grote mate van mobiliteit van het kortlopende internationale kapitaal. In hoofdstuk IV worden de monetaire consequenties hiervan aangegeven met behulp van een enigszins vereenvoudigde versie van een aan Neldner ontleend model voor de prijsvorming op de valutatermijnmarkt. Daarbij bleek dat de ruimte voor een effectief monetair beleid, dat gericht is op het binnenland, bij een zekere mate van internationale kapitaalmobiliteit, bepaald wordt door de mate van flexibiliteit in de wisselkoersen. Naarmate deze flexibiliteit geringer is, is het gevaar dat kapitaalbewegingen de effectiviteit van het genoemde beleid afzwakken, groter. De ruimte voor een onafhankelijk beleid kan echter onder bepaalde omstandigheden vergroot worden indien de monetaire autoriteiten in staat en bereid zijn hun politiek te ondersteunen door in te grijpen in de prijsvorming op de valutatermijnmarkt. Hierbij is verondersteld dat het beleid geen invloed heeft op het gedragspatroon van de importeurs en exporteurs

van goederen en diensten en evenmin op de gedragingen van de valutaspeculanten. Indien men echter aanneemt dat de monetaire politiek wel invloed heeft op de positie die de bedoelde marktpartijen op de valutamarkt innemen, wordt de ruimte voor een effectief binnenlands monetair beleid waarschijnlijk geringer. Voor zover valutatermijnpolitiek in de praktijk heeft plaats gevonden in verschillende landen, zoals in Engeland, West-Duitsland, Zwitserland en Italië, kan gesteld worden dat deze met name in de twee eerstgenoemde landen waarschijnlijk als een mislukking moet worden beschouwd. Voor zover de monetaire autoriteiten in de verschillende landen de kortlopende internationale kapitaalbewegingen, dan wel de monetaire gevolgen daarvan, met behulp van selectieve maatregelen hebben trachten te voorkomen, is het succes hiervan waarschijnlijk eveneens van een beperkte betekenis.

In hoofdstuk V is de controleproblematiek van de Eurodollarmarkt aan de orde gesteld. De belangrijkste argumenten voor de controle van de Eurodollarmarkt worden gevormd door het ontbreken van een "lender of last ressort" voor het Eurobankwezen enerzijds en de verschillende ongewenste monetaire consequenties van de Eurodollarmarkt anderzijds. Zoals naar voren komt in het genoemde hoofdstuk, is het uitermate moeilijk om aan te geven in hoeverre het gevaar van een liquiditeitscrisis in het Eurodollarsysteem actueel kan worden. Een mogelijke liquiditeitscrisis bij het Eurobankwezen van een bepaald land of van het Eurobankwezen in zijn totaliteit kan echter tot op zekere hoogte opgevangen worden door de bestaande nationale instellingen die als "lender of last resort" optreden. Ongeacht de eventuele wenselijkheid om een internationale "lender of last resort" te creëren, is de praktische mogelijkheid om dit te realiseren, waarschijnlijk niet aanwezig.

Om de ongewenste monetaire gevolgen van het bestaan van de Eurodollarmarkt op binnenlands monetair terrein te beperken of te voorkomen is eveneens een internationale controle of een internationale samenwerking gewenst.

Het is echter niet specifiek de Eurodollarmarkt die deze wenselijkheid in het leven roept, maar misschien wel accentueert. Zowel bij een systeem van vaste als bij een systeem van flexibele wisselkoersen kunnen de kortlopende internationale kapitaalbewegingen voor de individuele monetaire autoriteiten grote problemen met zich meebrengen, die alleen oplosbaar zijn bij een redelijke mate van internationale samenwerking op monetair terrein.

GERAADPLEEGDE LITERATUUR

- O.L. Altman, Eurodollars, Finance and Development, The Fund and Bank Review, maart, 1967.
- O.L. Altman, Recent Developments in Foreign Markets for Dollars and Other Currencies, Staff Papers, International Monetary Fund, maart 1963.
- O.L. Altman, Foreign Markets for Dollars, Sterling and Other Currencies, Staff Papers, International Monetary Fund, december, 1961.
- F.E. Aschinger, Der Euro-Geldmarkt und die Währungszusammenarbeit, Schweizerischer Bankverein, Bulletin Nr. 4/1969.
- F.E. Aschinger, The Eurocurrency Market and National Credit Policy I en II, The Bankers' Magazine, 1971.
- Bank of England, U.K. Banks' External Liabilities and Claims in Foreign Currencies, Quarterly Bulletin, juni, 1964.
- Bank for International Settlements, Thirty-Fourth Annual Report, 1963-1964, Bazel, 1964
- Bank for International Settlements, Thirty-Fifth Annual Report, 1964-1965, Bazel, 1965
- Bank for International Settlements, Thirty-Sixth Annual Report, 1965-1966, Bazel, 1966
- Bank for International Settlements, Thirty-Seventh Annual Report, 1966-1967, Bazel, 1967
- Bank for International Settlements, Thirty-Eight Annual Report, 1967-1968, Bazel, 1968
- Bank for International Settlements, Thirty-Ninth Annual Report, 1968-1969, Bazel, 1969
- Bank for International Settlements, Fortieth Annual Report, 1969-1970, Bazel, 1970
- Bank for International Settlements, Forty-First Annual Report, 1970-1971, Bazel, 1971
- Bank for International Settlements, Forty-Second Annual Report, 1971-1972, Bazel, 1972
- Bank for International Settlements, Forty-Third Annual Report, 1972-1973, Bazel, 1973
- G.L. Bell, Credit Creation through Eurodollars, in E. Chalmers (ed), Readings in the Eurodollar, 1969.
- E.M. Bernstein, Eurodollars: Capital Flows and the U.S. Balance of Payments, in H.V. Prochnow (ed), The Eurodollar, 1970.
- J.L. Blondeel, Roll-over kredieten in eurodeviezen, Bank en Effectenbedrijf, januari, 1973.
- G. Boesch, Der internationale Geldmarkt seit der Wiederherstellung der Konvertibilität der Währungen, Luzern, 1969.
- G. Carli, Eurodollars: A Paper Pyramid? Quarterly Review, Banca Nazionale del Lavoro, juni, 1971.
- E. Chalmers (ed), Readings in the Euro-Dollar, W.P. Griffith and Sons, Ltd., Londen, 1969.
- E. Chalmers, (ed), Forward Exchange Intervention, The British Experience 1964-1967. Hutchinson Educational Ltd, Londen, 1971.

- H. Christie, Euro-dollars and the Balance of Payments, in: E. Chalmers (ed), Readings in the Euro-dollar, 1969.
- B.J. Cohen, The Future of Sterling as an International Currency, Mac Millan St. Martin's Press, Londen, 1971.
- B.J. Cohen, The Reform of Sterling, Essays in International Finance, no.77, Princeton University, New Jersey, december, 1969.
- B.J. Cohen, Sterling and the City, The Banker, februari, 1970.
- Communautés Européennes, Comité Monétaire, La politique monétaire dans les pays de la Communauté économique européenne, Institutions et instruments, 1972.
- J.P. Daloz, Euro-dollars et déficits, Economie Appliquée, no.1, 1970.
- E. Deweirdt, Kredietcreatie op de Euro-dollarmarkt: een controverse, Tijdschrift voor Economie, no.4., 1970.
- R. Dolman, Het vervolg van Bretton Woods, Een voorstel tot inbouw van de ontwikkelingshulp in een SDR-standaard, Publicatie van het Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf, no.18, H.E. Stenfert Kroese, Leiden, 1972.
- P. Einzig, The Eurodollar System, Practice and Theory of International Interest Rates, Fourth Edition, Mac Millan St. Martin's Press, Londen, 1970.
- P. Einzig, Dollar deposits in London, The Banker, januari 1960.
- O. Emminger, The Euromarket: A Source of Stability or Instability, in: H.V. Prochnow (ed), The Eurodollar, 1970.
- Euro-dollars: A Changing Market, Federal Reserve Bulletin, october 1969.
- G. Ferras, The European Dollar Market, Institute d'Etudes Bancaires et Financières, Bazel, 1969.
- N.S. Fieleke, Accounting for the Balance of Payments, New England Economic Review, Federal Reserve Bank of Boston, mei/juni, 1971.
- P. Flückiger, Die Schweiz im Kampf gegen die Inflation, Vortrag gehalten am 22 März 1972 in Hannover vor der Europäischen Vereinigung für Eigentumsbildung.
- M. Fratianni en P. Savona, Eurodollar Creation: Comments on Prof. Machlup's Propositions and Developments, Quarterly Review, Banca Nazionale del Lavoro, juni 1971.
- M. Friedman, The Euro-Dollar Market: Some First Principles, The Morgan Guaranty Survey, Morgan Guaranty Trust Company, New York, october 1969.
- K. Friedrich, The Euro-Dollar System, Cornell University, Ph.D. 1968.
- M.P. Gans, Van Eurodollars en Yankee-Yens, enkele theoretische opmerkingen over de eurovalutamarkten, De Economist, maart 1963.
- Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1971.
- M. Gilbert en W. Mc Clam, Regulations and Policies to the Euro-currency Market, in H.V. Prochnow, The Eurodollar, 1970.
- Henning Brandes, Der Euro-Dollarmarkt, Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler, Wiesbaden, 1968.

- F. Hirsch, Some wider implications of the Eurodollar market, in: The Eurodollar And Eurobond International Seminar, Investment and Property Studies, Londen 1969.
- D.R. Hodgman, Eurodollars and National Monetary Policy, Irving Trust Company, z.j.
- A.R. Holmes, en F.H. Klopstock, The Market for Dollar Deposits in Europe, Monthly Review, Federal Reserve Bank of New York, november, 1960.
- M. Iklé, Der Eurodollarmarkt, Aussenwirtschaft, september 1970.
- International Monetary Fund, The Role of Exchange Rates in the Adjustment of International Payments, Washington, D.C., 1970.
- International Monetary Fund, Annual Report, Washington D.C., 1972.
- M. Isralson, La balance des paiements américaine et le marché des Euro-dollars, Revue de la Banque, no.4., 1971.
- N.O. Johnson, Eurodollars in the new international money market, First National City Bank, New York, 1964.
- D.Kern, International Finance and the Euro-Dollar Market, Quarterly Review, National Westminster Bank, november 1971.
- G.A. Kessler, Monetair evenwicht en betalingsbalansevenwicht, H.E. Stenfort Kroese, Leiden, 1958.
- C.P. Kindleberger, Measuring Equilibrium in the Balance of Payments, Journal of Political Economy, november/december, 1969.
- F.H. Klopstock, The wiring of the Eurodollar market, Euromoney, augustus 1970.
- F.H. Klopstock, Euro-Dollars in the Liquidity and Reserve Management of United States Banks, Monthly Review, Federal Reserve Bank of New York, juli 1968.
- F.H. Klopstock, The International Money Market: Structure, Scope and Instruments, The Journal of Finance, mei 1965.
- F.H. Klopstock, Money Creation in the Eurodollar Market- A Note on Professor Friedman's Views, Monthly Review, Federal Reserve Bank of New York, januari 1970.
- F.H. Klopstock, The Euro-Dollar Market: Some Unresolved Issues, Essays in International Finance, No.65, Princeton University, New Jersey, maart 1968.
- S. Korteweg en F.A.G. Keesing, Het Moderne Geldwezen; twaalfde, geheel herziene druk bewerkt in samenwerking met Dr. H. de Haan, Drs. S.K. Kuipers en Drs. J.K.T. Postma, deel II, De techniek van het betalingsverkeer Noord-Hollandse Uitgeversmaatschappij, Amsterdam, 1971.
- J.G. Kvasnicka, Eurodollars - an important source of funds for American banks, Business Conditions, Federal Reserve Bank of Chicago, juni, 1969.
- J. Kymmell, Het internationale monetaire bestel en de internationale geldbewegingen, in: het Nederlandse bankwezen gesteld voor internationale problemen, Publikatie van het Nederlands Instituut voor het Bank en Effectenbedrijf, nr.20, 1973.

- A. Lamfalussy, The Euro-Dollar Market, Journal of World Trade Law, juli-augustus, 1971.
- J.S. Little, The Euro-dollar Market: Its Nature and Impact, New England Economic Review, Federal Reserve Bank of Boston, mei-juni, 1969.
- F. Machlup, Euro-Dollars, Once Again, Quarterly Review, Banca Nazionale del Lavoro, juni, 1972.
- F. Machlup, Euro-dollar Creation: A Mystery Story, Quarterly Review, Banca Nazionale del Lavoro, september 1970.
- F. Machlup, The Magicians and Their Rabbits, The Morgan Guaranty Survey, Morgan Guaranty Trust Company, New York, mei, 1971.
- F. Machlup, The Eurodollar System And Its Control, in: F. Machlup, A. Gutowski, F.A. Lutz, International Monetary Problems, 1972.
- F. Machlup, Five errors about the Eurodollar system, Euromoney, juli, 1972.
- F. Machlup, A Gutowski, F.A. Lutz, International Monetary Problems, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington D.C., 1972.
- C.G. Martenson, The Eurodollar Market, Bankers Publishing Company, Boston, 1964.
- H.W. Mayer, Multiplier Effects and Credit Creation in the Euro-dollar Market, Quarterly Review, Banca Nazionale del Lavoro, maart 1971.
- H.W. Mayer, Some Theoretical Problems Relating to the Euro-dollar Market, Essays in International Finance, No. 79, Princeton University, 1970.
- R.F. Mikesell, The U.S. balance of payments and the international role of the dollar, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, 1970.
- R.H. Mills, Jr., The Regulation of Short-Term Capital Movements in Major Industrial Countries, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1972.
- R.H. Mills, Jr., The Regulation Of Short-Term Capital Movements: Western European Techniques in the 1960's Board of Governors of the Federal Reserve System, 1968.
- F.E. Morris and J.S. Little, The Eurodollarmarket Today: Size, Scope and Participants, in Prochnow (ed).
- R.A. Mundell, World Inflation and the Eurodollar, Note Economiche, c.d. Monte Dei Paschi di Siena, 1971.
- R.A. Mundell, Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, in: R.A. Mundell, International Economics, 1968.
- Het Nederlandse bankwezen gesteld voor internationale problemen, Publicatie van het Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf, nr.20, 1973.
- M. Neldner, Die Kursbildung auf dem Devisienterminmarkt und die Devisenterminpolitik der Zentralbanken, Beiträge zur Geldlehre, Walter de Gruyter & Co., Berlin 1970.
- De Nederlandsche Bank, De instrumenten van de monetaire politiek in Nederland, februari 1973.
- De Nederlandsche Bank, Jaarverslag over het boekjaar 1971.

- L. O'Brien, The Eurodollar Market: Controls are not the Answer, Euromoney, juni 1971.
- H.V. Prochnow (ed), The Eurodollar, Rand McNally and Company, Chicago, 1970.
- B. Reading, Euro-dollars - Tonic or Toxic? in: E.Chalmers, Readings in the Eurodollar, 1969.
- R.L. Reiersen, The Euro-Dollar Market, Bankers Trust Company, New York, 1964.
- E. Roll, International Capital Movements - Past, Present, Future, International Monetary Fund, Washington, D.C., 1971.
- F. de Roos, De algemene banken in Nederland, Vijfde geheel herziene druk, A. Oosthoek's Uitgeversmaatschappij N.V., Utrecht, 1968.
- R.V. Roosa, Monetary Reform for the World Economy, Harper and Row, New York, 1965.
- Ch.E. Ruebling, The Administration of Regulation Q, Reprint Series Number 53, Research Department, Federal Reserve Bank of St. Louis, 1970.
- Ch.J. Scanlon, Definitions and Mechanics of Eurodollar Transactions, in: H.V. Prochnow (ed), The Eurodollar, 1970.
- W. Schäfer, Der Euro-Dollarmarkt, Kieler Studien, nr.120, J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen, 1971.
- W. Schäfer, Misconceptions: The Eurodollar market and the US balance of payments, Euromoney, maart, 1970.
- I.O. Scott, That Controversial Euro-Dollar Market, Quarterly Review, National Westminster Bank, augustus 1969.
- I.O. Scott, The Euro-Dollar Market and its Public Policy Implications, Economic Policies and Practices, Paper No. 12, Washington, 1970.
- C.H. Stem, The Eurodollar System: an analysis of its credit function and impact on the international financial position of the United States, Harvard University, Ph.D., 1969.
- A.K. Swoboda, The Euro-Dollar Market: An Interpretation, Essays in International Finance, no.64, Princeton University, New Jersey, februari, 1968.
- H.M.H.A. van der Valk, Het internationale monetair stelsel in een vernieuwingsfase, Kluwer, Deventer, 1972.
- R.S. Vokey, Impact of the U.S. Banks on British Banking, The Banker, oktober, 1969.
- E. Wayne Clendenning, The Euro-Dollar Market, Clarendon Press, Oxford, 1970.
- D.M.N. van Wensveen, De ontwikkeling van het internationale bedrijf der Nederlandse banken in: Het Nederlandse bankwezen gesteld voor internationale problemen, 1973.
- E.C. Williams, The Eurodollar Market, Federal Reserve Bank of Cleveland, Economic Papers, juni 1970.
- World Financial Statistics, Morgan Guaranty Trust Company of New York, maart 1972.
- L.B. Yeager, International Monetary Relations, Theory, History and Policy, Harper and Row, New York, 1966.

STELLINGEN*

1. Voor zover het verbod voor deviezenbanken in Nederland om een netto-buitenlandse passief positie in te nemen mede bedoeld is om de invloed van de internationale kortlopende bancaire kapitaalbewegingen op de binnenlandse liquiditeitenmassa te voorkōmen, kan dit verbod, bij een systeem van volledig vrije wisselkoersen, beter vervangen worden door een verbod voor de bedoelde banken om een netto-buitenlandse actief positie aan te houden.
2. De fundamentele zwakte van het in 1970 in werking getreden SDR-systeem is gelegen in het feit dat dit systeem alleen is opgezet om eventuele tekorten aan internationale reserves aan te vullen en niet om andere reserve-activa te vervangen door SDR's.
3. De door Haan¹⁾ voorgestelde verandering in het systeem van de Bijzondere Trekkingsrechten impliceert niet, zoals Dolman²⁾ veronderstelt, dat de creatie van SDR's wordt bepaald door de gewenste omvang van de ontwikkelingshulp, maar wel dat voor de te creëren SDR's in de toekomst een andere verdeelsleutel wordt gehanteerd.

1) R.L.Haan, Special drawing rights and development, H.E.Stenfert Kroese, Leiden, 1971.

2) R.Dolman, Het vervolg van Bretton Woods, Een voorstel tot inbouw van de ontwikkelingshulp in een SDR-standaard, H.E.Stenfert Kroese, Leiden, 1972, blz. 249.

* Behorende bij het proefschrift: "De monetaire betekenis van de Eurodollarmarkt" door G.P.L.van Roij.

4. De demonetisering van het goud wordt sterker bevorderd door de handhaving van de huidige officiële goudprijs - die aanzienlijk beneden de marktprijs ligt -, dan door een forse verhoging van de officiële goudprijs, waartegen de monetaire autoriteiten tevens bereid zijn goud te verkopen aan de vrije markt.
5. De grootste overeenkomst tussen een benefiet-wedstrijd voor een beroepsvoetballer bij diens afscheid en de zogenaamde gouden handdruk in het bedrijfsleven is het feit dat geen van beide gerechtvaardigd wordt door de prestaties van de begunstigden in het verleden.
6. Het relatief geringe verschil tussen de huidige ver-quiz-(t)ing van radio-en televisieprogramma's en de verkwisting van omroepgelden blijkt onder meer uit het feit dat het begrip "quiz" vaak als "kwis" op het beeldscherm verschijnt.

Bibliotheek K. U. Brabant



17 000 01558421 3